Die nennwertlose Aktie

Zur Frage ihrer gesetzlichen Einführung und ihrer Verwendung in der Bundesrepublik Deutschland, in England und in der Schweiz

Dissertation

zur Erlangung der Würde
eines Doktors der Staatswissenschaften
vorgelegt der Philosophisch-Historischen Fakultät
der Universität Basel

von

Franz Merten
aus Hannover

1962

Buchdruckerei Karl Schahl, Lörrach

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41546021_0033

Die nennwertlose Aktie

Zur Frage ihrer gesetzlichen Einführung und ihrer Verwendung in der Bundesrepublik Deutschland, in England und in der Schweiz

Dissertation

zur Erlangung der Würde
eines Doktors der Staatswissenschaften
vorgelegt der Philosophisch-Historischen Fakultät
der Universität Basel

von

Franz Merten
aus Hannover

1962

Buchdruckerei Karl Schahl, Lörrach

Genehmigt von der Philosophisch-Historischen Fakultät
auf Antrag der Herren Prof. Dr. E. Salin und Prof. Dr. H. Zimmermann.

Basel, den 11. Mai 1962

Prof. Dr. G. Bombach
Dekan

Gliederung

Seite

Vorbemerkungen 5

Teil A:

Entstehung, Entwicklung und Verbreitung der nennwertlosen Aktie 7

I. Der Begriff der nennwertlosen Aktie 7

1. Die Quote als Ausdruck des Anteils 7

2. Die sogenannte unechte und die echte nennwertlose Aktie 8

3. Vorläufer der nennwertlosen Aktie 10

II. Entstehung und Entwicklung der nennwertlosen Aktie in den Vereinigten Staaten 11

1. Zum Wesen der nennwertlosen Aktie 11

2. Die Entwicklung der nennwertlosen Aktie . . . 13

a) Die Bemühungen um die Einführung 13

b) Die gesetzlichen Grundlagen 14

c) Die Verbreitung 16

3. Die Gründe der Einführung der nennwertlosen Aktie 18

III. Die nennwertlose Aktie ausserhalb der Vereinigten Staaten 21

1. Die Staaten mit gesetzlicher Zulassung der nennwertlosen Aktie 21

2. Bestrebungen zur Einführung der nennwertlosen Aktie in anderen Staaten 24

Teil B:

Die Frage der Eignung nennwertloser Aktien zur gesetzlichen Einführung und Verwendung in der Bundesrepublik Deutschland, in England und in der Schweiz 27

Seite

I. Die Eignung der nennwertlosen Aktie für England . . 28

II. Die Beurteilung der nennwertlosen Aktie in der Schweiz 32

III. Die Bedeutung der nennwertlosen Aktie für die Bundesrepublik Deutschland 37

1. Die Kritik an der nennwertlosen Aktie auf den deutschen Aktienrechtsreform-Verhandlungen der zwanziger Jahre 37
2. Die Diskussion nach dem zweiten Weltkriege . . 39
3. Das Für und Wider der nennwertlosen Aktie zum gegenwärtigen Zeitpunkt 45

a) Die Aktie in der Öffentlichkeit 45

aa) Der Nennwert 45

ab) Der Börsenkurs 48

ac) Die Dividende 51

b) Die Frage der Vergleichbarkeit von Aktien — Neue Bewertungsmethoden ermöglichen einen wirklichen Vergleich 53

c) Die Aktie und das Unternehmen 59

ca) Das Grundkapital 59

cb) Die Erhöhung des Grundkapitals 61

cc) Die Herabsetzung des Grundkapitals . . . 64

cd) Die Liquidation 66

4. Die technische Handhabung der nennwertlosen Aktie 66
5. Die aktienrechtlichen Bestimmungen zur nennwertlosen Aktie 68
6. Ausblick 70

Literaturverzeichnis 71

Lebenslauf 75

Vorbemerkungen

Die Diskussion über die Aktie ohne Nennwert hat sich seit einiger Zeit wieder sehr belebt. In mehreren europäischen Staaten wird vor allem von Bank- und Börsenkreisen nachdrücklich die gesetzliche Einführung dieser Aktie gefordert, um damit gewissen Erscheinungen am Aktienmarkt zu begegnen. Zahlreiche andere Institutionen des Wirtschaftslebens setzen sich für eine eingehende Untersuchung aller mit der Einführung und Verwendung nennwertloser Aktien zusammenhängenden Fragen ein.

Die Aktie ohne Nennwert ist kein neues Rechtsinstitut, sie ist vielmehr so alt wie die Aktiengesellschaft selbst. Wirkliche Bedeutung konnte sie jedoch erst nach ihrer gesetzlichen Einführung im Staate New York im Jahre 1912 erlangen. Seitdem hat sich die nennwertlose Aktie besonders in den Vereinigten Staaten, in Kanada und in Belgien verbreitet.

In einigen europäischen Staaten hat man die Einführung der Aktie im Zusammenhang mit Aktienrechtsreform-Bestrebungen schon in den zwanziger Jahren erörtert, ohne dass es schliesslich zu ihrer gesetzlichen Zulassung kam. Den Diskussionen haben damals manche irrtümlichen Ansichten sowie Verwechslungen zugrunde gelegen. Aber auch heute bestehen über das Wesen und die Eignung der nennwertlosen Aktie im allgemeinen nur erst unklare Vorstellungen.

Die vorliegende Arbeit befasst sich zunächst mit dem Begriff und dem Wesen des Nennwertlosen, sodann mit der Entstehung, Entwicklung und Verbreitung der nennwertlosen Aktie in den Vereinigten Staaten und weiteren Staaten, in denen diese Aktie schon zugelassen ist.

Im Hauptteil der Arbeit wird die Frage untersucht, ob sich gegenwärtig die Einführung und Verwendung der Aktie ohne Nennwert auch in der Bundesrepublik Deutschland, in England und in der Schweiz empfiehlt.

TEIL A

Entstehung, Entwicklung und Verbreitung der nennwertlosen Aktie

I. Der Begriff der nennwertlosen Aktie

1. Die Quote als Ausdruck des Anteils

In den meisten europäischen Aktienrechten sind allein Nennwertaktien zugelassen. Das sind Aktien, die auf einen bestimmten Nennbetrag lauten. Der Nennwert der einzelnen Aktie stellt einen Teilbetrag des feststehenden Grundkapitals der Aktiengesellschaft dar [1].

Eine Anzahl von Staaten, ihnen voran die Vereinigten Staaten von Nordamerika, haben dagegen auch eine Aktie ohne Nennwert gesetzlich eingeführt. Unter der nennwertlosen Aktie [2], die auch als Quotenaktie bezeichnet wird, ist ein aktienrechtliches Wertpapier zu verstehen, das seinem Besitzer den Anspruch auf einen sich nach der Stückzahl der ausgegebenen Aktien richtenden Anteil — die Quote — am Gesamtvermögen der Aktiengesellschaft sowie bei den Gewinnausschüttungen den Anspruch auf den entsprechenden Dividendenbetrag gewährt [3]. Die Börsennotierung der Aktie ohne Nennwert erfolgt zum Tagesstückpreis, die Dividenden werden als Geldbetrag pro Stück erklärt.

Ein sachlicher Unterschied zwischen den beiden Aktienarten besteht nicht [4]. Beide stellen einen Anteil an der Aktiengesellschaft dar, der sich aus dem Verhältnis des einzelnen Anteils zum festgesetzten Grundkapital bzw. zur Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien einer Gesellschaft bestimmt.

Mit der Einführung der nennwertlosen Aktie verfolgte man jedoch vor allem das Ziel, den Beteiligungscharakter der Aktie erkennbarer als bisher hervor-

1 Vgl. u. a. §§ 6 und 8 des deutschen Aktiengesetzes von 1937: „Das Grundkapital und die Aktien müssen auf einen in Reichswährung bestimmten Nennbetrag lauten", und „Der Mindestnennbetrag der Aktien ist einhundert Deutsche Mark". — In Artikel 622 des schweizerischen Obligationenrechts wird bestimmt: „Der Nennwert der Aktie muß mindestens hundert Franken betragen".

2 In den USA: shares without par or nominal value, no par value shares, kurz: no par shares.

3 Schupp, Roland: Wider das Zerrbild der Prozentkurse am Aktienmarkt; in Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 28. Jahrgang 1958, S. 653.

4 Vgl. Siebel, Ulf: Für und Wider die Quotenaktie; in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Nr. 3, 1954, S. 92 Fußnote 1. Siebel verweist hier auf Gadow in Großk. z. AktG. § 1 Anm. 6; v. Godin-Wilhelmi, AktG., 2 A., § 6 Anm. 2.

zuheben unter Verdrängung des den wirtschaftlichen Verhältnissen nicht entsprechenden Nennwertes.

Tatsächlich besagt der Nennwert der Nominalaktie nichts über die Rechte aus der Aktie. Er ist nichts weiter als eine Rechengrösse, die auch den Betrag angibt, welchen der erste Erwerber der Aktie mindestens dafür bezahlt hat. Als Wertangabe hat der Nennwert zu mancherlei Irrtümern Anlass gegeben und sogar zu Täuschungen geführt; denn abgesehen vom Zeitpunkt der Gründung stimmen die Nennwerte aller Aktien einer Unternehmung und deren wirklicher Wert zu keiner Zeit mehr überein. Der wahre Wert der einzelnen Aktie ergibt sich vielmehr nur aus ihrem (quotalen) Anteil am Gesellschaftsvermögen.

Das führen neben anderen Autoren auch Conyngton, Bennett und Pinkerton [5] aus.

„The essential character of the capital stock that remains permanent whatsoever the fortunes of the actual capital, is that it stands for a definite proportion of the corporate property and earnings. This involves no par value. The purpose of the stock would therefore be fully accomplished if the shares were merely proportionate parts of a total, in other words, shares without par value".

Den wirtschaftlichen Vorgängen würde es daher nur gerecht werden, wenn man die Aktie statt mit dem Nennwert mit der entsprechenden Verhältniszahl, der Quote, bezeichnete oder die durch die Aktienurkunde verkörperte Stückzahl der Anteile am Gesellschaftsvermögen angäbe. Auf diese Weise wäre der Beteiligungscharakter der Aktie auch nach aussen hin unmissverständlich zum Ausdruck gebracht. Und dem Aktionär wäre — nach Matthiensen [6] — auf direktem Wege Aufschluss gegeben über das, worauf es ankommt, nämlich den Umfang seiner Beteiligung.

2. Die sogenannte unechte und die echte nennwertlose Aktie

Für Aktien ohne Nennwert sind in der deutschsprachigen Literatur und Diskussion mehrere Bezeichnungen gebräuchlich, so: nennwertlose Aktien, Bruchteilsaktien, Quotenaktien, „echte" oder „unechte" nennwertlose Aktien. Einige Autoren [7] setzen sich dafür ein, die sich aus der Verwendung verschiedener Begriffe möglicherweise ergebenden Unklarheiten durch die Aufstellung einheitlich zu verwendender Bezeichnungen zu beseitigen.

5 Vgl. Conyngton, Thomas, Bennett, R. J., Pinkerton, Paul W.: Corporation Procedure, New York 1922, S. 111.

6. Vgl. Matthiensen, Ernst: Die Vorteile der nennwertlosen Aktie; in Das Wertpapier Nr. 10, 1960, S. 778.

7 Vgl. unter anderen Berle, A. A.: Problems of No-Par Stock, 25 Columbia Law Review 43, 1925; Rudin, Max: Die nennwertlose Aktie; in Wirtschaftspolitische Mitteilungen (Mitteilungen der Gesellschaft zur Förderung der schweizerischen Wirtschaft) Nr. 2, Jahrgang XVI, 1960, S. 8.

Zunächst empfiehlt sich, von der sachlich zwar richtigen Feststellung abzurücken, dass auch die Nennwertaktie einen quotalen Anteil am Grundkapital eines Unternehmens darstelle, also eigentlich auch eine Quotenaktie sei. Die hier anzustellende Betrachtung gilt vielmehr den beiden Aktienarten, die auf ihren Aktienurkunden keinen Nennwert (Nominalwert) aufweisen.

Die Aktie, welche nach verschiedenen Vorschlägen als Quotenaktie, Bruchteilsaktie oder unechte nennwertlose Aktie bezeichnet werden soll, lautet nicht über einen bestimmten Geldbetrag (Nennwert), sondern bringt ihre Berechtigung gegenüber dem Gesellschaftsvermögen in Form eines Bruches zum Ausdruck, zum Beispiel $^1/_{1000}$ oder $^1/_{10000}$. Der quotale Anteil ist als Quotient der Aktie aufgedruckt. Aktiengesellschaften, die solche Aktien ausgeben, haben ein festgesetztes Grundkapital. Die Erhaltung des vielfach als so bedeutsam angesehenen Prinzips des festgesetzten Grundkapitals wird besonders deutlich in Liechtenstein — die Aktien sind gebräuchlich in Belgien, Luxemburg, Liechtenstein und Mexiko [8] — wo auf der Aktienurkunde neben dem Quotienten der Betrag des Grundkapitals erscheint.
Flechtheim [9] und Hallstein [10] nennen diese Aktie auch „verkappte Nennwertaktie", ein Ausdruck, den man mit Boesebeck [11] jedoch als wenig glücklich empfinden muss, weil er in den Fehler zurückverfällt, die durch Aktien verbrieften Gesellschaftsrechte in Verbindung mit einem Nennwert zu bringen.

Die andere nennwertlose Aktie wird in den Vereinigten Staaten und in Kanada von Aktiengesellschaften ausgegeben, die kein festgesetztes Grundkapital haben [12]. Es handelt sich um den no par share oder share without par or nominal value, der in Deutschland bisweilen als echte nennwertlose Aktie bezeichnet wird. Die Aktienurkunde enthält die Angabe, wieviele Anteile am Reinvermögen der Gesellschaft durch sie verbrieft werden, zum Beispiel ein Anteil, zehn Anteile. Die Quote der Beteiligung des einzelnen Aktionärs ergibt sich aus dem Verhältnis seines Aktienbesitzes zur (veröffentlichten) Gesamtzahl der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien.

Die vorgeschlagene begriffliche Trennung der beiden Aktienarten kann aber nicht überzeugen. Beide Arten sind Aktien ohne Nennwert und nennwertlose Aktien. Die Bezeichnung Quotenaktie trifft ebenfalls in beiden Fällen zu. Und das Begriffspaar „echte" und „unechte" nennwertlose Aktie wird sich in der Praxis auch nicht einführen; es ist jedenfalls unwahrscheinlich,

8 Vgl. S. 22 ff.
9 Vgl. Flechtheim, Julius: Vom Aktienwesen in den Vereinigten Staaten — Reiseeindrücke; in Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht Nr. 3, 1929, S. 110.
10 Vgl. Hallstein, Walter: Die Aktienrechte der Gegenwart, Berlin 1931, S. 89.
11 Vgl. Boesebeck, Ernst: Eine Lanze für die nennwertlose Aktie; in Der Betrieb Nr. 11, 1959, S. 310.
12 Vgl. S. 22 ff.

dass man die in europäische Aktiengesetze möglicherweise noch aufzunehmende Aktie ohne Nennwert (bei festem Grundkapital) von vornherein mit der Bezeichnung „unecht" belastet.
Die bisher üblichen Begriffe Quotenaktie und nennwertlose Aktie haben sich bereits zu sehr eingeführt, um mit Aussicht auf Erfolg noch besonders zugeordnet zu werden [13].
Für eine begriffliche Trennung der nur zwei vorhandenen Arten der nennwertlosen Aktie lässt sich auch kein dringendes Bedürfnis erkennen. In der vorliegenden Arbeit soll daher so vorgegangen werden:
Beide Arten sind Aktien ohne Nennwert, nennwertlose Aktien und Quotenaktien. Die Begriffe echt, unecht und Bruchteilsaktien werden nach Möglichkeit vermieden. Aus dem Zusammenhang geht jeweils hervor, ob es sich um die in den Vereinigten Staaten und Kanada verwendete Aktie (variables Grundkapital) oder um die in einigen europäischen Staaten und Mexiko verwendete Aktie (festgesetztes Grundkapital) handelt.

3. Vorläufer der nennwertlosen Aktie

Die Aktie ohne Nennwert stellt keine absolute Neuerung dar. In der Literatur finden sich eine Anzahl Hinweise auf Beteiligungspapiere älterer Einzelunternehmen und Unternehmensformen, die als Vorläufer der Aktie ohne Nennwert bezeichnet werden. Bei diesen Beispielen handelt es sich zumeist um Gesellschaften mit einem zwar nicht festgesetzten Nominalwert für den Anteil, aber einem festen Grundkapital.
Mit der nennwertlosen Aktie amerikanischer Prägung, die hier zunächst im Mittelpunkt der Untersuchung steht, hat nur der Kux der deutschen bergrechtlichen Gewerkschaft einiges gemeinsam.
Ein entfernter Ursprung der nennwertlosen Aktie wird in den Vereinigten Staaten schon bei den bis in die amerikanische Kolonialzeit zurückreichenden Wegegenossenschaften (turnpike companies) gesehen [14]. Auf die nennwertlosen Anteile der East Boston Company von 1833, der Adams Express Company von 1854 und der Great Northern Ore Company von 1906 verweisen Wildman und Powell, Reed und andere — alle drei Gesellschaften waren jedoch Joint Stock Companies mit unbeschränkter Haftung [15].
Auf dem europäischen Kontinent sind Anteile ohne Nennwert bereits bei den ersten Gründungen von Schiffahrtskompanien verwendet worden. Früheste englische Aktiengesellschaften hatten ebenfalls Aktien ohne Nennwert, die

13 In der maßgeblichen deutschen Literatur wird seit den Aktienrechtsreform-Verhandlungen die amerikanische nennwertlose Aktie ständig auch als Quotenaktie bezeichnet.
14 Vgl. Schmey, Fritz Ernst: Aktie und Aktionär im Recht der Vereinigten Staaten mit besonderer Berücksichtigung der Trustbildung, Marburg 1930, S. 239.
15 Vgl. S. 13.

jedem Aktionär einen bestimmten Teil des Unternehmens verbrieften und der Verwaltung die Möglichkeit gaben, von jedem Aktionär pro rata zusätzlich erforderliches Kapital einzuberufen [16]. Siebel [17] erwähnt die company limited by guarantee des englischen Gesellschaftsrechtes, die eine Abart der Aktiengesellschaft darstellt und kein share capital hat. Der Companies Act von 1900 (sect. 27) nahm den Gesellschaften die Möglichkeit der weiteren Ausgabe nennwertloser Anteile.

Häufig wird auf den Kux des deutschen Bergrechtes verwiesen, dessen Rechtsverhältnisse im Preussischen Berggesetz von 1835 geregelt sind. Diese nennwertlose Eigentumsurkunde als Kapitaltitel wirtschaftlicher Unternehmen kommt der amerikanischen nennwertlosen Aktie tatsächlich am nächsten.

Die bergrechtliche Gewerkschaft hat kein festes Grundkapital [18]. Demnach trägt der Kux keinen Nennwert aufgedruckt, sondern gibt den Anteil — die Quote — der durch ihn verkörperten Beteiligung am Gesamtvermögen und Ertrag des Unternehmens an (zum Beispiel $^1/_{1000}$). Kuxe werden, sofern sie börsenmässig gehandelt werden, zum Tagesstückpreis notiert.

Von der nennwertlosen Aktie unterscheidet sich der Kux jedoch wesentlich durch seine Zubussepflicht.

Immerhin hat sich das New Yorker Bar Association Committee im Jahre 1892 bei seinen Bemühungen um die gesetzliche Einführung der nennwertlosen Aktie [19] auf das Vorbild aus dem deutschen Recht berufen [20].

II. Entstehung und Entwicklung der nennwertlosen Aktie in den Vereinigten Staaten

1. Zum Wesen der nennwertlosen Aktie

Die anglo-amerikanischen Definitionen von share stimmen mit dem Aktienbegriff europäischer Aktienrechte im wesentlichen überein [21]. So findet sich die Teilung des Grundkapitals in Aktien und damit der Begriff der Aktie als

16 Vgl. Scott, W. R.: Joint-Stock Companies to 1720, Vol. I, S. 45; angeführt bei Siegel, Alexander B.: Aktien ohne Nennwert; in Bank-Archiv Nr. 12, XXVI. Jahrgang 1927, S. 289.

17 Vgl. Siebel, Ulf: Für und Wider die Quotenaktie, a. a. O., S. 92/93.

18 Das bewegliche Kapitalkonto ist jedoch in der Natur des Bergbaues begründet; neben der jährlichen Ausbeute gelangt auch ein Teil der Substanz zur Ausschüttung.

19 Vgl. S. 14.

20 Vgl. Wildman, John R., und Powell, Weldon: Capital Stock without par Value, Chicago und New York 1928, S. 23.

21 Vgl. Fehlmann, Kurt: Die Aktie im anglo-amerikanischen und kontinentalen Recht in rechtsvergleichender Darstellung, iur. Diss. Bern 1950, S. 34; Hundhausen, Carl: Nennwertlose Aktien in der amerikanischen Effektenfinanzierung; in Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1931, S. 176 ff.

Teil des Grundkapitals in amerikanischen wie in europäischen Gesetzgebungen [22].

Die Teilung des Grundkapitals in Aktien führte zum Nennwert [23]. Dieser hat jedoch keinerlei Beziehung zur Entstehungsgeschichte der Aktie oder zu dem Recht, das die Aktie dem Inhaber gibt [24].

Für den Begriff der Aktie ist der Nennwert nur insofern wesentlich, als die Division des Grundkapitals durch ihn den Anteil am Gesellschaftvermögen ergibt.

Auf dieser Feststellung beruht nach den Ausführungen zahlreicher Autoren die Theorie der nennwertlosen Aktie. Wenn die Bedeutung des Nennwertes [25] nämlich nur darin liegt, dass mit seiner Hilfe die Anteilsquote, das heisst die Grösse des Mitgliedschaftsrechts im Verhältnis zu sämtlichen bestehenden solchen Rechten bestimmt werden kann, dann ist dieses Ziel einfacher dadurch zu erreichen, dass man auf die Urkunde [26] von vornherein die entsprechende Verhältniszahl, die Quote, setzt.

Ein wichtiger Wesenszug der nennwertlosen Aktie ist daher mit Popp darin zu sehen, „dass dieselbe unter Vermeidung jeder Wertangabe nur den Bruchteil der an einer Gesellschaft bestehenden Mitgliedschaftsrechte ausdrückt".

Im engen Zusammenhang mit der vereinfachten, direkten Bestimmung der Beteiligungsquote an einem Gesellschaftsvermögen steht ein weiteres wichtiges Wesensmerkmal der nennwertlosen Aktie:

Die Aktie trägt der Tatsache Rechnung, dass der Nennwert einer Aktie und der durch diese verkörperte wirkliche, wertmässige Anteil an einem gesellschaftlichen Reinvermögen nach Aufnahme der wirtschaftlichen Tätigkeit durch das Unternehmen niemals mehr übereinstimmen, ja dass die beiden Werte selbst in der logischen Sekunde der Aufbringung des Kapitals [27] kaum einander entsprochen haben [28].

22 „The capital is divided into shares of a fixed amount". — Entsprechend § 6 Ziffer 1 AktG., Art. 620 OR.

23 Vgl. Popp, Paul: Die Aktie ohne Nennwert, iur. Diss. Bern 1932, S. 19; auch zum Folgenden.

24 Vgl. Siegel, Alexander B.: a. a. O., S. 290.

25 Vgl. S. 45 ff.

26 = share certificate oder einfach certificate.
Unter share verstehen die Amerikaner nur den Mitgliedschaftsanteil, nicht auch die diese Mitgliedschaft verbriefende Urkunde, welche in Deutschland und in der Schweiz ebenfalls als Aktie bezeichnet wird.

27 Nach amerikanischem Aktienrecht können Gründungsvorgang und Kapitalaufbringung auseinanderfallen.

28 Auf diesen bekannten Sachverhalt wird in der Literatur vielerorts hingewiesen: vgl. u. a. Conyngton, Bennett und Pinkerton: Corporation Procedure, New York 1922; Dauten, Business Finance, New York 1950; Guthmann und Dougall: Corporate Financial Policy, New York 1955; Hoagland: Corporation Finance, New York und London 1947; u. v. a.

Mit der nennwertlosen Aktie lässt sich das — aus mancherlei Gründen unerwünschte[29] — Auseinanderklaffen von Nennwert und innerem Wert vermeiden.

Das mit der Verwendung nennwertloser Aktien verfolgte Ziel bringt sect. 8 des Companies Statute des Bundesstaates Idaho deutlich zum Ausdruck:

„The intent and purpose of this act is to require a share of stock to be treated and represented, subject to lawful preference, rights, limitations, privileges and restrictions as a mere evidence of an aliquot or divisional interest in the assets and earnings of the corporation issuing the same, whatever the extent or value of such assets or earnings may be, to the end that misrepresentation or misunderstanding arising through the difference between actual value of a share of stock and the value appearing on the face of the certificate therefore may be eliminated".

2. Die Entwicklung der nennwertlosen Aktie

Das erste Gesetz über die Zulassung der nennwertlosen Aktie wurde im Jahre 1912 in New York erlassen. Dieser Zulassung gingen mehrjährige Bemühungen angesehener New Yorker Juristen voraus. Die Befürworter der neuen Aktienart wollten mit deren Einführung eine Anzahl von mit der Nennwertaktie verbundenen Mängeln ausschalten; die Verwendung nennwertloser Anteile sollte durch ihre besonderen Vorzüge dem Finanzierungsinstrument Aktie eine neue, zeitnahe Elastizität vermitteln. Natürlich waren mit dieser Neuerung auch Gefahren verbunden. Als jedoch nach der gesetzlichen Einführung die ersten praktischen Erfahrungen vorlagen, ist einem bisweilen beobachteten Missbrauch der nennwertlosen Aktie durch mehrfache Gesetzesänderungen ein Riegel vorgeschoben worden. Die Verwendung nennwertloser Aktien hat sich in der Folge schnell durchgesetzt.

a) Die Bemühungen um die Einführung

Vorläufer und Vorbild der nennwertlosen Aktie[30] sieht White[31] in den Anteilen der deutschen bergrechtlichen Gewerkschaften, den Kuxen. Andere Autoren[32] weisen darauf hin, dass auf dem amerikanischen Kontinent bereits seit 1833 Gesellschaften mit nennwertlosen Aktien oder ähnlichen Beteiligungspapieren zu finden sind.

29 Vgl. S. 18 ff. und S. 45 ff.

30 Vgl. S. 10 f.

31 Vgl. White, F.: White on Corporations, New York 1923 (9. Auflage) S. 670: „According to the best information obtainable, the sanction of shares of undetermined value was first embodied in the corporation laws of Germany".

32 Vgl. Wildmann, John R., und Powell, Weldon: a. a. O., S. 23 ff.; ferner Adams, John, Stocks and their Features: in Ann. Am. Acad., Mai 1910, S. 45 f.; angeführt bei Reed, Harold L.: Principles of Corporation Finance, Cambridge/Massachusetts 1925, S. 9.

Die ersten Vorschläge, Aktien ohne Nennwert gesetzlich einzuführen, gingen von dem einflussreichen New Yorker Anwaltsverein, der New York State Bar Association aus. In diesem Kreis war der Plan bereits jahrelang lebhaft erörtert worden, als man 1892 erstmals einen Kommissionsbericht veröffentlichte, in dem die Einführung von Aktien ohne Nennwert gefordert wurde. — Andere angesehene Juristen leisteten Widerstand, und es begann eine umfangreiche Diskussion über das Für und Wider dieser Aktie.

Nachdem das Anliegen in der Zwischenzeit in zahlreichen wirtschaftlichen Organisationen — so 1899 in der United States Industrial Commission — geprüft und zumeist gebilligt worden war, entwarf das New Yorker Bar Association Committee im Jahre 1907 eine Gesetzesvorlage, die noch im selben Jahr die New Yorker Legislative durchlief. Hier erhob sich jedoch Widerspruch. Die Bar Association brachte die Gesetzesvorlage mit einigen Änderungen noch einmal ein; sie wurde schliesslich am 15. April 1912 gebilligt.

Zu den Bemühungen um die gesetzliche Einführung und Anerkennung der Aktie ohne Nennwert vermerkt Kalisch [33]: „Die Quotenaktie ist keinesfalls ein Produkt leichtfertiger Gesetzesmacherei, es hat einer zwanzigjährigen Agitation, eingeleitet vom New Yorker Anwaltsverein . . . , bedurft, bis 1912 New York die Quotenaktie zuliess. Die meisten Staaten der Union sind dann allmählich gefolgt. Die literarischen Befürworter der Quotenaktie waren und sind Männer, die über dem Verdacht erhaben sind, Missbrauch zu fördern. Sie sahen, dass eine erhebliche Anzahl von Missständen bei der Kapitalbeschaffung durch den Normalpegel des Nominalwertes, „the dollar-mark", verursacht wurde, und glaubten, durch dessen radikale Beseitigung eine Besserung zu erzielen".

Aber nicht nur Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung hatten den ersten Anstoss zur Einführung nennwertloser Aktien gegeben. In der jahrelang andauernden Diskussion hatten die Befürworter der Aktie zahlreiche gewichtige Argumente vorgebracht. Diese sollen weiter unten genannt werden [34].

b) Die gesetzlichen Grundlagen

Das amerikanische Korporationsrecht untersteht der Gesetzgebungshoheit der einzelnen Bundesstaaten. Jeder Staat hat sein eigenes Aktiengesetz; es bestehen jedoch gewisse gemeinsame Grundlagen und Übereinkünfte.

Der New Yorker „Act in Relation to Corporations having Shares without Nominal or Par Value" von 1912, der eine Ergänzung des „Act Relating to Stock Corporations" von 1909 darstellt, diente den Gesetzgebungen der

33 Vgl. Kalisch, Hans: Das amerikanische Aktienrecht als Vorbild für deutsches Recht? Juristische Wochenschrift 1927, S. 650.

34 Vgl. S. 18 ff.

anderen Bundesstaaten — besonders in den ersten Jahren nach der Einführung — als Vorbild für Theorie und Praxis der Aktie ohne Nennwert. Mängel dieser ersten Gesetze sind durch mehrfache Neufassungen beseitigt worden.

Wenn die gesetzlichen Bestimmungen über die Ausgabe von Aktien ohne Nennwert in den einzelnen Bundesstaaten auch Unterschiede aufweisen, so sind sie sich in den wesentlichen Vorschriften doch zumindest ähnlich. Weitgehend übereinstimmend geregelt sind die Vorschriften über die Form und den Inhalt der Aktienurkunden, über die Gleichheit aller nennwertlosen Aktien (Stammaktien) einer Gesellschaft hinsichtlich der sich aus ihnen ergebenden Rechte und Privilegien, über die Festsetzung der Ausgabepreise für nennwertlose Aktien, ferner über die Methoden ihrer Bewertung für Steuerzwecke und anderes mehr.

In manchen Bundesstaaten bestehen Beschränkungen hinsichtlich der Verwendung nennwertloser Aktien. So ist es nicht in allen Staaten zulässig, sowohl Stammaktien (common shares) als auch Vorzugsaktien (preferred shares) nennwertlos auszugeben. Wisconsin und Kentucky zum Beispiel verlangen bei der Ausgabe von Vorzugsaktien die Angabe eines Nennwertes. Über diese Bestimmung äussert sich Lincoln [35] wie folgt:

„If such stock ist to be regarded as an „investment security" it is probable desirable to retain the definite par value and attempt to keep real values back of it, though the preference as to principal could just as well be provided arbitrarily, without fixing a definite par value".

Man hält aber auch deshalb bei Vorzugsaktien am Nennwert fest, weil dieser regelmässig eine begrenzte Dividende sowie Liquidationsberechtigung aufweist und für einen bestimmten Betrag rückkaufbar zu sein pflegt.

Andere Gesetzgebungen verlangen von Gesellschaften, welche nennwertlose Aktien ausgeben, dass bei einer Ausgabe von Vorzugsaktien diese gleichfalls nennwertlos sein müssen. Nennwertlose Vorzugsaktien, die in zahlreichen Bundesstaaten gesetzlich zugelassen sind [36], gibt es jedoch vergleichsweise selten.

Die sogenannten moneyed corporations — Finanzgesellschaften wie Banken und Versicherungen — dürfen im allgemeinen keine nennwertlosen Aktien ausgeben. Auch Baugesellschaften und loan associations sind gewöhnlich von der Finanzierung durch Aktien ohne Nennwert ausgeschlossen.

Der Public Utility Holding Company Act of 1935 schreibt vor, dass von Holdinggesellschaften für Holdingzwecke auszugebende Aktien Stammaktien

35 Vgl. Lincoln, Edmond Earle: Applied Business Finance, New York 1923 (2. Auflage), S. 95.

36 Die Staaten, deren Gesetze sowohl die Ausgabe nennwertloser Stammaktien wie auch nennwertloser Vorzugsaktien zulassen, sind: Alabama, Idaho, Illinois, Kansas, Maine, Maryland, Massachusetts, Missouri, New Hampshire, New Jersey, New York, North Carolina, Pennsylvania, Utah und Virginia.

mit Nennwert sein müssen [37]. Unter bestimmten Voraussetzungen kann die Securities and Exchange Commission jedoch auch einer Holdinggesellschaft die Ausgabe nennwertloser Aktien gestatten.

Für public utility companies [38] gelten in der Regel gleichfalls besondere Gesetze. Doch dürfen diese Gesellschaften in einigen Bundesstaaten genauso nennwertlose Aktien ausgeben wie die privaten Aktiengesellschaften, die general business corporations.

c) Die Verbreitung

In den ersten Jahren nach der Zulassung der Aktien ohne Nennwert wurde das New Yorker Beispiel nur langsam befolgt. Es bestand beträchtlicher Zweifel — so vermerkt Conyngton [39] — ob es allgemeine Anerkennung finden würde. Noch 1915 erfuhr die Neuerung den Kommentar:

„This very radical departure from the usual plan of incorporation has not met with popular approval. The idea of value as connected with capitalization is too firmly fixed to be easily disturbed".

Die Abneigung gegenüber dem Gebrauch der nennwertlosen Aktie beruhte hauptsächlich auf ihrer Neuheit [40]. Das bestätigen mehrere amerikanische Autoren dieser Zeit, unter anderen Conyngton, Montgomery, McKinsey und Meech [41]. Die Gründer neu einzutragender Gesellschaften waren gleichgültig, zögerten oder wandten sich gegen die ungewohnte Einrichtung. Man suchte ihre Wirkung auf das Anlage suchende Publikum zu erkunden, blieb dann aber zumeist bei den altgewohnten Nennwertaktien und dachte nicht daran, etwas Neues zu wagen.

Erst im Jahre 1916 folgte Maryland dem Beispiel New Yorks mit einem ähnlichen Gesetz, 1917 kamen California, Delaware und Maine nach, 1918 Virginia. Zu dieser Zeit waren Trägheit und Vorurteile dann offensichtlich überwunden. Das Bedürfnis nach der Verwendung nennwertloser Aktien schien geweckt. In rascher Folge erliessen nun die Staaten, „die überhaupt Anspruch auf industrielle Bedeutung erheben" [42], Gesetze über die Zulassung dieser Aktie.

37 Vgl. Doris, Lillian: Business Finance Handbook, New York 1953, S. 521.

38 Das sind die dem allgemeinen Nutzen dienenden Unternehmen in Aktienform, die wie Gas-, Wasser-, Eisenbahn-, Telegraphen-, Telephon-Unternehmungen als public service corporations die Träger staatlicher oder städtischer Hoheitsrechte sind (Solmssen).

39 Vgl. Conyngton, Hugh R.: Financing an Enterprise, New York 1923 (5. Auflage), Band II, S. 388.

40 „It is a novelty, and custom is against it".

41 Vgl. Conyngton, Hugh R.: a. a. O., S. 388; ferner Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, New York 1925, S. 563; McKinsey, James O., und Meech, Stuart P.: Controlling the Finances of a Business, New York 1923, S. 201.

42 Vgl. Siegel, Alexander B.: a. a. O., S. 290.

Die folgende Aufstellung nennt das Jahr der ersten Zulassung der Aktie ohne Nennwert in den einzelnen Bundesstaaten:

1912: New York
1916: Maryland
1917: California, Delaware, Maine
1918: Virginia
1919: Alabama, Illinois, New Hampshire, Ohio, Pennsylvania, Rhode Islands, Wisconsin
1920: Massachusetts, New Jersey, West Virginia
1921: Colorado, Idaho, Kansas, Michigan, Missouri, North Carolina, Utah
1923: Arizona, Arkansas, Connecticut, Florida, Indiana, Nevada, New Mexico, Oregon, Tennessee, Washington
1924: Louisiana
1925: Georgia, Minnesota, Texas, Vermont
1926: Kentucky.

Zu Beginn des Jahres 1931 fehlten nur noch die Bundesstaaten Columbia, Montana, North Dakota und Oklahoma. Und nachdem 1954 auch im District of Columbia nennwertlose Aktien zugelassen worden sind, schliesst sich jetzt als einziger noch der Bundesstaat Nebraska aus.

Eindrucksvoll stellt die folgende Untersuchung aus den dreissiger Jahren die Entwicklung des Anteils der nennwertlosen Aktie bei den Neugründungen im Staate New York in den zwei wichtigsten Wirtschaftszweigen dar [43]:

Entwicklung der Aktien mit und Aktien ohne Nennwert bei Neugründungen von industrial and public utility corporations mit einem Gesellschaftsvermögen von mehr als 10 Millionen Dollars in den Jahren 1915—1932:

Jahr	Gründungen insgesamt	mit Nennwertaktien	ohne	%-Anteil der nennwl. Aktien
1915—17	109	88	21	19,2
1918—20	88	49	39	44,3
1921—23	117	49	68	58,1
1924—26	211	47	164	77,7
1927—29	242	21	221	91,3
1930—32	41	6	35	85,4

In den dreissiger Jahren hat die nennwertlose Aktie dann einiges von ihrer vorherigen Bedeutung eingebüsst. Einengende Änderungen der Gesetze über die Aktie ohne Nennwert, Änderungen auch in der Praxis der Ausgabe solcher Anteile, insbesondere aber ein die nennwertlose Aktie benachteiligender

43 Zusammengestellt aus Woodruff, O. C.: New Corporations; Harvard Graduate School of Business Administration 1933; angeführt bei Dewing, A. S.: The Financial Policy of Corporations, New York 1953 (5. Auflage), Band I, S. 59.

Wechsel in den Steuergesetzen werden dafür verantwortlich gemacht. Boesebeck[44] und andere Autoren sehen jedoch Anzeichen dafür, dass das Nachlassen ihrer Beliebtheit bereits einer erneuten Wandlung unterliegt.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind nach Coing und Kronstein[45] von den an der New York Stock Exchange notierten Stammanteilen 188, das heisst 17,5 % nennwertlos. Rosenstiel[46] gibt an, dass die „no-par"-Aktien heute etwa ein Drittel aller an der New Yorker Börse gehandelten Aktien ausmachen.

3. Die Gründe der Einführung der nennwertlosen Aktie

Die Abschaffung des fiktiven Nennwertes. Zu den wichtigsten Zielen, welche man mit der Einführung und Verwendung der nennwertlosen Aktie erreichen wollte, gehörte es, die als Täuschung empfundene Nennwertangabe zu beseitigen und damit den Aktionären allgemein klarzumachen, dass der Wert ihrer Anteile zu jeder Zeit von anderen Faktoren bestimmt wird als durch die Festsetzung eines fiktiven Nennwertes. Die Bar-Association des Staates New York hatte 1912 die nennwertlose Aktie mit den folgenden Argumenten empfohlen:

„Der Nennwert einer Aktie täuscht den mehr oder minder unerfahrenen Erwerber über ihren wirklichen Wert. Bei einem Anleger, der eine Aktie zum Nennwert von 100 Dollar kauft, kann leicht der Eindruck erweckt werden, dass diese Aktie auch mindestens soviel wert sei, was aber gar nicht der Fall zu sein braucht. Bei der nennwertlosen Aktie muss sich aber der Erwerber selbst ein Urteil über ihren Wert unter Berücksichtigung der erzielten Gewinne bilden. Die in Prozenten vom Nennwert angegebene Dividende verleitet zu falschen Vorstellungen und Vergleichen, insbesondere bei den Arbeitnehmern mit der Folge einer Störung des sozialen Friedens".

Lincoln[47] nennt es „misleading and untruthful to state on a stock certificate that it is worth a given amount".

Tatsächlich birgt der Nennwert-Aufdruck der Aktie die Gefahr der Verwechslung mit einer Obligation in sich. Im Publikum war die Ansicht weit verbreitet, der Nennwert stelle den wirklichen Wert dar. Auf Grund dieser Unkenntnis der breiten Schichten hatten gewissenlose Gründer oder von ihnen beauftragte Aktienverkäufer schon oftmals Betrügereien durchführen können. Vielfach wurde der Käufer bewusst verleitet, Aktien zum Nennwert zu kaufen, wobei man ihm versicherte, dass sie ein Mehrfaches des Kauf-

44 Vgl. Boesebeck, Ernst: Eine Lanze für die nennwertlose Aktie, a. a. O., S. 310.
45 Vgl. Coing, Helmut, und Kronstein, Heinrich: Die nennwertlose Aktie als Rechtsproblem (Band 11 der Schriften des Instituts für ausländisches und internationales Wirtschaftsrecht), Frankfurt am Main 1959, S. 22.
46 Vgl. Rosenstiel, Frederick: Die nennwertlosen Aktien in Amerika; in Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 84 vom 11. April 1959, S. 5.
47 Vgl. Lincoln, Edmond Earle: a. a. O., S. 92.

preises wert seien. Andere Unwissende wurden veranlasst, ihre Dollars in vollkommen wertlosen Aktien anzulegen, die aber einen Nennwert von 100 Dollar trugen.

Das Fehlen einer Nennwertangabe entzieht solchen Vorstellungen und den darauf aufbauenden Schwindeleien den Boden. Die nennwertlose Aktie sollte nur noch einen zwar quotenmässig bestimmten, wertmässig aber nicht mehr bezifferten Anteil am Unternehmen darstellen. Man glaubte das Publikum auf diese Weise dazu anhalten zu können, den Wert einer Aktie durch eigene, sorgfältigere Untersuchungen der in Wirklichkeit wertbestimmenden Faktoren selbst zu ermitteln. Denn — Hoagland [48] weist mit Recht darauf hin — „the protection that no-par stock may give is not automatic. The purchaser is merely put on notice that the price tag is deceptive and that the measure of value of the stock must be sought elsewhere. The seeking process requires the active interest of the purchaser. Passivity is not rewarded by no-par stock".

Erleichterte Finanzierung. Mit der gesetzlichen Einführung der nennwertlosen Aktie sollte vor allem auch die Finanzierung der Aktiengesellschaften erleichtert werden. — Die Aktie hat sich in dieser Hinsicht nicht nur in Zeiten guter Konjunktur, sondern auch in Krisenzeiten, in denen die Beschaffung von Kapital oft noch entscheidender ist, als vorteilhaft erwiesen.

Das Institut der Nennwertaktie hatte eine Ausgabe von Aktien unter deren Nennwert nicht gestattet: Verbot der Unterpari-Emission. Neugründungen von Aktiengesellschaften waren dadurch — unter den amerikanischen Gründungs- und Emissionsverhältnissen um die Jahrhundertwende — erheblich erschwert [49]. Bereits bestehende Unternehmen mit Aktien zum Kursstand unter pari konnten sich überhaupt nicht durch die Ausgabe neuer Aktien finanzieren oder mussten zuvor eine umständliche und ihr Ansehen belastende Kapitalherabsetzung durchführen.

Für die nennwertlose Aktie ist das Verbot der Unterpari-Emission gegenstandslos, sie kennt keinen Nennwert. Trumpler [49] unterstreicht die Bedeutung dieser Aktie im Gegensatz zur Nennwertaktie für neu zu errichtende Gesellschaften:

„Beim Absatz von shares an das Publikum müssen diese oft mit einem Disagio verkauft werden, besonders mit Rücksicht darauf, dass erhebliche Provisionen für die underwriters, die den Absatz der Wertpapiere garantieren, und an die investment bankers, die den Absatz an das Publikum übernehmen, gezahlt werden müssen. Nach den meisten Staatengesetzen ist aber bei neuerrichteten Korporationen die Ausgabe der shares unter dem Nennwert nicht zulässig,

48 Vgl. Hoagland, Henry E.: Corporation Finance, New York und London 1947, S. 160 und S. 166.

49 Vgl. Trumpler, Hans: Die Aktiengesellschaft nach dem Gesellschafts-, Bilanz- und Steuerrecht der Vereinigten Staaten von Amerika, Basel 1942, S. 198.

andernfalls ist der erste Erwerber der shares zur Entrichtung der fehlenden Einlage verpflichtet. Bei no par shares können auch die Kosten der Emission (underwriting and financial costs) ohne weiteres von dem für die shares erhaltenen Gegenwert abgezogen werden".

Erheblich erleichtert wird durch die nennwertlose Aktie auch die Kapitalbeschaffung für bestehende Aktiengesellschaften: Die Festsetzung der Ausgabepreise für neue Aktien liegt zumeist im Ermessen der Geschäftsleitung des einzelnen Unternehmens (bei gewöhnlich nur unwesentlichen gesetzlichen Beschränkungen). Dies ermöglicht eine sehr elastische Finanzierung. Sowohl im Umfang der Emission als auch im Ausgabepreis kann sich die Aktiengesellschaft einerseits nach ihrem Kapitalbedarf und andererseits nach den gerade herrschenden Marktverhältnissen richten, so dass „Gesellschaften mit nennwertlosen Aktien viel beweglicher sind, solche Aktien leichter zerlegen (splitten) oder neue Aktien zum wirklichen Wert ausgeben können [50]".
Bedeutende Vorteile ergeben sich für Gesellschaften mit nennwertlosen Anteilen auch bei grösseren Kapitalverlusten. An Stelle der bei festem Grundkapital und Nennwertaktien erforderlichen kostspieligen und kreditschädigenden (weil offenbaren) Zusammenlegung und Wiedererhöhung des Grundkapitals wird ein Kapitalverlust einfach vom Kapitalkonto oder einem dafür vorgesehenen Reservekonto abgebucht; zur Neubeschaffung von Kapital werden dann neue Aktien ausgegeben.

Einfache und übersichtliche Kapitalrechnung. Als weiterer wichtiger Grund für die gesetzliche Einführung der nennwertlosen Aktie galt die allgemein erwartete Vereinfachung in der Kapitalrechnung. — Husband und Dockeray [51] sehen durch den Charakter des Nennwertlosen grössere Elastizität und Genauigkeit gegeben. Das Reinvermögen könne als ein Betrag ausgewiesen oder — zur besseren Widerspiegelung der Geschäftspolitik — in Grundkapital und Reservekonto (surplus) aufgeteilt werden. Die Kapitalstruktur sei leichter zu ordnen, wodurch Wertänderungen der Aktiva besser zu erkennen seien. Auch Hundhausen [52] bestätigt, dass die Verwendung nennwertloser Aktien es ermöglicht, die Kapitalstruktur einer Gesellschaft zu vereinfachen und durchsichtiger zu gestalten. Lincoln [53] weist auf das Bestehen einer Anzahl völlig befriedigender Bilanzierungsmethoden für Gesellschaften mit nennwertlosen Aktien hin.

Die Verbesserung der Marktgängigkeit der Aktien. In den meisten Bundesstaaten war bei der Neugründung von Aktiengesellschaften die Ausgabe von

50 Vgl. Columbia Law Review von 1921: angeführt in Neue Zürcher Zeitung Nr. 216 vom 7. Februar 1944.
51 Vgl. Husband, William H., und Dockeray, James C.: Modern Corporation Finance, Chicago 1952 (3. Auflage), S. 71.
52 Vgl. Hundhausen, Carl: a. a. O., S. 188.
53 Vgl. Lincoln, Edmond Earle, a. a. O., S. 92.

Aktien unter deren Nennwert nicht gestattet gewesen. Waren solche Aktien nun doch unter pari ausgegeben worden, so haftete gewöhnlich der erste Käufer der Anteile den Gläubigern der Gesellschaft persönlich, und zwar mindestens in Höhe der fehlenden Einlage. Diese Bestimmung hemmte die Marktgängigkeit der Aktien in besonderem Masse. Die Einführung von Aktien ohne Nennwert schaffte auch hier Abhilfe: Die Möglichkeit einer späteren Inanspruchnahme der Aktionäre war nicht mehr zu befürchten; denn die nennwertlosen Aktien galten als „fully paid and non-assessable" und wurden auch deswegen beim Publikum sehr beliebt.

Die nennwertlose Aktie hat die vor ihrer gesetzlichen Einführung an sie geknüpften Erwartungen nicht enttäuscht. In nur wenigen Jahren hat sie sich rasch entwickelt und verbreitet, ihre zahlreichen offensichtlichen Vorzüge haben sie ihre heutige bedeutende Stellung im Aktienwesen der Vereinigten Staaten erreichen lassen.

III. Die nennwertlose Aktie außerhalb der Vereinigten Staaten

1. Die Staaten mit gesetzlicher Zulassung der nennwertlosen Aktie

Auch ausserhalb der Vereinigten Staaten sind Aktien ohne Nennwert in die Gesetzgebungen verschiedener Länder aufgenommen worden und haben sich teilweise einen beachtlichen Marktanteil erobern können. Gesetzlich zugelassen sind diese Aktien in Kanada, Mexiko, Belgien und Luxemburg sowie in Liechtenstein [54].

Begründet wurde die Einführung der Aktie im wesentlichen wie in den Vereinigten Staaten: mit Mängeln der Nennwertaktie, insbesondere dem missverständlichen Auseinanderklaffen von Nennwert und wirklichem Wert, mit der Möglichkeit erleichterter Kapitalbeschaffung sowie schliesslich der Erkenntnis, dass die Beteiligung am Gesamtvermögen und Ertrag des Unternehmens durch einen nennwertlosen, quotenmässigen Anteil besser zum Ausdruck kommt.

In keinem der genannten Staaten hat die Aktie ohne Nennwert die herkömmliche Nennwertaktie verdrängt — das kann ihr Anliegen auch nicht sein; beide Aktiengattungen stehen den Aktiengesellschaften zur freien Wahl.

Das amerikanische Beispiel der Einführung der nennwertlosen Aktie und die sich daran anschliessende Entwicklung hat man vor der Zulassung im eigenen

54 Auch im japanischen Aktienrecht ist die nennwertlose Aktie zugelassen. Vgl. Jiro Matsuda: in Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht 1959, S. 115 ff.
Die nennwertlose Aktie war zugelassen in Italien, ist dort jedoch zugunsten der Nennwertaktie wieder abgeschafft worden.

Land aufmerksam verfolgt. Die in den Vereinigten Staaten anfangs beobachteten Misstände konnten so von vornherein gesetzlich unterbunden werden.

Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten und Kanada haben jedoch Belgien, Luxemburg, Liechtenstein und Mexiko für ihre Aktiengesellschaften ein festes Grundkapital vorgeschrieben sowie Aktienurkunden, welche die Quote der durch sie verkörperten Beteiligung aufgedruckt tragen [55].

Kanada. Die Aktie ohne Nennwert wurde in Kanada erstmals im Jahre 1919 in der Provinz Saskatchewan eingeführt. So wie die einzelnen Bundesstaaten der USA dem Beispiel New Yorks folgten, erliessen in den folgenden Jahren die Provinzen Ontario, Quebec, Nova Scotia, New Brunswick und Manitoba gemäss ihrer Gesetzgebungshoheit ihre eigenen Landesgesetze. Die einzelnen Vorschriften der Provinzgesetzgebungen entsprechen vielfach dem Vorbild einzelner Bundesstaaten der USA.

Ein für Kanada einheitliches Gesetz, das Dominiongesetz „The Companies Act", ist dagegen für die im ganzen Bundesgebiet tätigen Aktiengesellschaften verbindlich. Es schreibt im einzelnen vor [56]:

Die Gesellschaften können Aktien mit oder ohne Nennwert ausgeben. Auch die Ausgabe beider Gattungen durch eine Gesellschaft ist gestattet. Die Aktie ohne Nennwert muss aufgedruckt tragen, wieviele Anteile sie repräsentiert; ausserdem ist die Gesamtzahl der Anteile anzugeben, zu deren Ausgabe die Gesellschaft autorisiert ist. Den Ausgabepreis der nennwertlosen Aktien bestimmt der Board of Directors. Vom Gegenwert, der als Grundkapital in der Bilanz zu passivieren ist, darf der Board bis zu 25 % dem Rücklagenkonto capital surplus zuweisen.
Banken sind von der Ausgabe nennwertloser Aktien ausgeschlossen.

Die nennwertlose Aktie hat in Kanada einen Aufschwung genommen, den Lehmann [57] als wahren „Siegeszug" bezeichnet hat. Viele Gesellschaften geben heute ausschliesslich nennwertlose Aktien aus. Eine von Boesebeck genannte Übersicht der Börse von Toronto über das Jahr 1958 zeigt, dass von den dort notierten 1148 Aktien 460, das sind rund 40 %, auf nennwertlose Aktien entfallen. Zu den grossen kanadischen Gesellschaften, die nur nennwertlose Aktien ausgeben, gehören [58]:

55 Vgl. S. 9 ff.
56 Vgl. The Companies Act, § 12.
57 Vgl. Lehmann, Julius: Gutachten über die Frage: Soll bei einer zukünftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden? In Verhandlungen des 34. Deutschen Juristentages I, Berlin und Leipzig 1926, S. 283.
58 Entnommen: Broschüre der Commerzbank AG. „Rund um die Börse 1961", 1961, S. 123.

	Ausgegebene common shares Millionen Stück 30. 11. 1961
a) Imperial Oil Ltd.	31,54
b) Aluminium Ltd.	30,69

Mexiko. Während sich die nennwertlose Aktie in Kanada erheblich ausbreiten konnte, war es ihr in Mexiko vorerst nur bestimmt, „ein Schattendasein zu fristen" (Schupp) [59]. Die gesetzlichen Vorschriften enthält Artikel 125 des „Ley general de sociedades mercantiles".

Belgien. Das Recht der Aktiengesellschaft ist in Belgien im Code de Commerce geregelt. Artikel 38 des alten Code von 1873 fordert, dass die Aktienurkunde entweder einen Nennwert angibt oder den Teil des Gesellschaftsvermögens, den sie darstellt, ausweist. Artikel 41 des heute geltenden Gesetzes [60] bestimmt:

„Le capital des sociétés anonymes se divise en actions avec ou sans mention de valeur".

Die Aktiengesellschaft kann wahlweise eine der beiden Aktiengattungen, Nennwertaktie oder Aktie ohne Nennwert, oder beide gleichzeitig ausgeben. Gesetzlich vorgeschrieben ist ein festgesetztes, in der Bilanz zu passivierendes Grundkapital. Dieses Grundkapital ist nicht identisch (kann nicht identisch sein) mit dem tatsächlichen Vermögen der Gesellschaft, dem fonds social oder avoir social. Die nennwertlose Aktie lautet auf einen Bruchteil des Gesellschaftsvermögens, zum Beispiel $^1/_{100000}$.

Eine Unterpariemission ist verboten. Artikel 29 fordert, dass das Kapital bei der Gründung voll gezeichnet werden muss. Bei der ersten Ausgabe nennwertloser Aktien muss pro Aktie der Betrag eingezahlt werden, der sich für die einzelne Aktie ergibt, wenn man das Grundkapital durch die Zahl der ausgegebenen Aktien dividiert (Boesebeck).

Die nennwertlose Aktie ist in Belgien sehr verbreitet. Boesebeck weist auf das Kursblatt der Brüsseler Börse vom 21. Januar 1959 hin, welches unter Ab-

59 Vgl. auch Siebel, Ulf: Für und Wider die Quotenaktie, a. a. O., S. 92 Fussnote 4: „In Mexiko, das im übrigen ein Mindestkapital von 25 000 Pesos vorschreibt, kommt die Quotenaktie nur selten vor. Vgl. Rodriguez y Rodriguez J. : Tratado de Sociedades Mercantiles, Mexico (1947), Bd. I, S. 341; De Sola Canizarès, Les Sociétés Commerciales nationales et étrangères en Amérique Latine, Paris (1950), S. 107.
Allgemeine Übersicht bei Hallstein, Die Aktienrechte der Gegenwart (1931), S. 88 ff., sowie Hamburger in RVGl. Handwörterbuch (von Schlegelberger herausgegeben), „Aktienrecht", S. 132".

60 Titel IX des Code de Commerce: zuletzt neu gefasst durch den Arrêté royal vom 30. November 1935, dann abgeändert durch einzelne Novellen, besonders durch ein Gesetz vom 30. November 1953.

schnitt 8 insgesamt 591 Aktien aufführt, von denen 494, also rund 84 %, auf nennwertlose Aktien entfallen. Zu den grossen Aktiengesellschaften, die ausschliesslich nennwertlose Aktien ausgeben, gehören [61]:

	Aktienkapital in Mrd. bfrs. 30. 11. 1961	Ausgegebene Aktien Mill. Stück
a) Cockerill-Ougrée	3,47	1,734
b) Electrobel	1,56	0,74
c) Photo Produits Gevaert	1,62	3,1
d) Union Minière du Haut Katanga	8,00	12,4 *

* $^1/_{10}$ Aktien

Luxemburg. Die aktienrechtlichen Vorschriften Luxemburgs, niedergelegt im „Gesetz betreffend die Handelsgesellschaft" [62], entsprechen vollständig denen des belgischen Code de Commerce.

Liechtenstein. Das Recht der Aktiengesellschaft ist in Liechtenstein im Dritten Teil des Zivilgesetzbuches vom 20. Januar 1926 geregelt. Die einzelnen Vorschriften entsprechen weitgehend dem belgischen Aktienrecht.

Ein im voraus festgesetztes Grundkapital wird zwingend vorgeschrieben. Es kann zerlegt werden in Aktien mit oder ohne Nennwert; ein Unternehmen kann gleichzeitig auch beide Aktiengattungen ausgeben [63].

Die Aktie ohne Nennwert lautet auf einen Bruchteil des Grundkapitals; sie muss ausser der Quote in Worten auch die Summe des Grundkapitals und sogar die allfälligen Reserven angeben.

Im liechtensteinischen Aktienrecht ist somit — wie im Recht Belgiens, Luxemburgs und Mexikos — auch für Gesellschaften mit nennwertlosen Aktien das Prinzip des festen Grundkapitals beibehalten worden.

2. Bestrebungen zur Einführung der nennwertlosen Aktie in anderen Staaten

Bestrebungen zur Einführung der nennwertlosen Aktie sind seit Jahren auch in Deutschland, in England und in der Schweiz im Gange.

Besonders in Deutschland hat man die Entwicklung der amerikanischen nennwertlosen Aktie seit ihrer ersten gesetzlichen Einführung beobachtet und ihre mögliche Zulassung in Deutschland schon auf den Aktienrechtsreform-Verhandlungen der zwanziger Jahre auf breiter Grundlage lebhaft diskutiert.

61 Entnommen: Broschüre der Commerzbank AG „Rund um die Börse 1961", 1961, S. 111.

62 Für die Einteilung des Aktienkapitals: art. 37.

63 ZGB: Dritter Teil, Artikel 262.

Besondere Umstände im Aktienwesen haben in der Gegenwart zu einer erneuten Prüfung der Frage der gesetzlichen Zulassung geführt.

Die Frage der Einführung der nennwertlosen Aktie ist auch in England zuerst im Rahmen einer geplanten Revision des Aktienrechts, speziell des Companies Act von 1929, untersucht worden. Von den wiederholt zur weiteren Prüfung der Probleme eingesetzten Kommissionen hat im Jahre 1954 schliesslich das sogenannte Gedge-Committee sich mit grosser Mehrheit für die Zulassung eingesetzt.

Die Zweckmässigkeit der Verwendung nennwertloser Aktien wird auch in der Schweiz gegenwärtig wieder diskutiert.

TEIL B

Die Frage der Eignung nennwertloser Aktien zur gesetzlichen Einführung und Verwendung in der Bundesrepublik Deutschland, in England und in der Schweiz

In Europa hat man die Verwendung des no par share und die Entwicklung seiner gesetzlichen Regelung von Anfang an aufmerksam verfolgt. Vor allem in England, der Schweiz und in Deutschland ist seit den zwanziger Jahren auch wiederholt untersucht worden, ob die nennwertlose Aktie vorteilhaft in das eigene Aktienrecht aufzunehmen sei.

Schon die erste Prüfung dieser Frage hat die Vorteile des Nennwertlosen gegenüber dem Nennwertsystem erkennen lassen. Die Vorteile sind wohl gewürdigt worden; man glaubte jedoch auch wichtige Nachteile festzustellen: Das fremdartige, mit dem no par share verbundene variable Grundkapital, die Art der Ausgabe von Aktien und die Kapitalisierung des Gegenwertes rief in Anbetracht der besonderen Bedeutung, welche in europäischen Aktienrechten dem festgesetzten Grundkapital zukommt, Misstrauen gegenüber dem no par share hervor. Da zudem für die Einführung der nennwertlosen Aktie in den zwanziger und dreissiger Jahren kein dringendes Bedürfnis bestand, hat man sich seinerzeit zu diesem Schritt noch nicht entschliessen können. Durch die wirtschaftliche Entwicklung in Europa nach dem zweiten Weltkrieg ist die Erörterung der Zweckmässigkeit nennwertloser Aktien aufs neue belebt worden. Weniger denn je scheint das Nennwertsystem heute geeignet, den stark veränderten wirtschaftlichen Verhältnissen Rechnung zu tragen.

Wenn man die Aktie ohne Nennwert in die Aktienrechte Englands, der Schweiz und der Bundesrepublik aufnehmen will, dann ist dies auch möglich „ohne Preisgabe der herrschenden Grundsätze" (Popp).

In Frage käme bei der Einführung der nennwertlosen Aktie eine feste Aktienquote bei einem festen Grundkapital. — Damit wäre die Nutzung der wichtigen Vorteile des Nennwertlosen gegeben, während das im europäischen Aktienwesen tief verwurzelte Prinzip des festen Grundkapitals mit der darin empfundenen Garantie- und Schutzfunktion in vollem Umfange erhalten bliebe.

I. Die Eignung der nennwertlosen Aktie für England

In England ist — wie in Deutschland und in der Schweiz — nur die Aktie mit Nennwert zugelassen. Jedoch bestehen hinsichtlich eines Aktienmindestnennwertes und der Höhe des Grundkapitals keine Vorschriften[1]. Die Einteilung des „share capital" in „shares of a fixed amount" verlangte zuerst sect. 8 des Companies Act von 1862; die gleiche Bestimmung findet sich heute in sect. 2 (4a) des Companies Act von 1948.

Als Abart der Aktiengesellschaft im englischen Gesellschaftsrecht nennt Siebel[2] die company limited by guarantee, die kein share capital hat. In England habe sich vor der Jahrhundertwende ein Unternehmen eine Zeit lang dieser Rechtsform mit Erfolg bedient und habe seinen Gesellschaftern Quotenaktien in die Hand gegeben. Auf steuerlichem Gebiet hat das eine Umgehung der „capital duty" ermöglicht.

Die Verwendung nennwertloser Aktien wurde dann durch sect. 27 (2) des Companies Act von 1900 ausgeschlossen. Die Vorschrift ging als sect. 29 (2) in die Neufassung des Gesetzes von 1929 über; sie erscheint heute als sect. 21 (2) des Companies Act von 1948.

Die Einführung und die erfolgreiche Verwendung der nennwertlosen Aktie in den Vereinigten Staaten und in Kanada hat in England sehr bald zu ernsthaften Erwägungen geführt, ob man sich ihrer auch hier bedienen sollte. Zur Prüfung der Frage haben die derzeitigen Präsidenten des Board of Trade schon in den Jahren 1918 und 1925[3] je eine Kommission eingesetzt. Diese beiden ersten Ausschüsse lehnten die nennwertlose Aktie ab. Sie hatten bei ihrer Untersuchung jedoch weitgehend unter dem Eindruck der Tatsache gestanden, dass in den Vereinigten Staaten die gesetzlichen Regelungen für die nennwertlose Aktie anfangs noch recht unzulänglich waren, was in der Praxis mitunter zum Missbrauch der neuen Einrichtung führte.

In den folgenden Jahren wurde die Frage nach der Einführung der Aktie ohne Nennwert immer wieder angeschnitten. Schliesslich setzte der Board of Trade im Jahre 1943 aufs neue eine Expertenkommission ein: das sogenannte Cohen-Committee. Im Rahmen einer Revision des Aktienrechts, besonders des Companies Act von 1929, sollte die Zweckmässigkeit einer Einführung zum derzeitigen Zeitpunkt geprüft werden. Die Kommission legte ihren Bericht im Jahre 1945 vor[4]. Sie nahm darin im Ergebnis eine ablehnende Haltung ein.

1 Vgl. Schupp, Roland: Von der Nennwertaktie zur Quotenaktie; in Die Aktiengesellschaft Nr. 4, 1958, S. 83.
2 Vgl. Siebel, Ulf: Für und Wider die Quotenaktie, a. a. O., S. 92/93.
3 Vgl. Report of the Company Law Amendment Committee 1925—1926, London 1926 (sogenanntes Greene-Committee).
4 Vgl. Report of the Committee on Law Amendment, 1945.

Die Vorzüge der nennwertlosen Aktie wurden nicht verkannt: die Argumente zugunsten einer Einführung hätten „much logic". Weiter hiess es[5]: „Es wird argumentiert, dass die Ausstattung der Aktie mit einem festen Nennwert irreführend ist, weil, abgesehen vielleicht von dem der Gründung unmittelbar folgenden Zeitpunkt und auch dann nicht immer, der Nennwert ausser Verhältnis zu dem wirklichen Wert der Aktie steht; nichtsdestoweniger wird der Nichteingeweihte (ignorant) leicht denken, dass eine Aktie billig ist, wenn der Erwerbspreis unter, und teuer, wenn er über dem Nennwert liegt".

Die Kommission meinte jedoch, für eine Einführung der nennwertlosen Aktie bestünde nur geringes öffentliches Bedürfnis, andererseits wäre viel Opposition vorhanden. Starke gesetzliche Sicherungen wären zudem erforderlich, um skrupellosen Missbrauch zu verhindern[6]. Solche Bestimmungen müssten im Endergebnis aber zu einer Kapitalrechnung (festes Grundkapital) führen, was wiederum die Schwierigkeiten mit sich bringe, welche die nennwertlose Aktie gerade verhindern solle[7].

Die Bedenken des Cohen-Committee gegenüber der Aktie ohne Nennwert wurden seinerzeit auch noch vom Vorstand der Londoner Börse, vom Institute of Chartered Accountants sowie der Association of Investment Trusts geteilt. Befürwortet wurde die Einführung besonders von den Leitern verschiedener Investment Trusts, von den Maklern und den Bücherrevisoren.

Die „Financial News"[8] setzte sich in einem längeren Artikel eindrücklich für die nennwertlose Aktie ein. Dabei wurde besonders auf die Bedeutungslosigkeit des Nennwertes hingewiesen, zugleich aber auch auf seine Eignung, Verwirrung zu stiften und ernste Täuschung zu verursachen. Viel richtiger sei es, den Beteiligungscharakter durch eine Aktie über $^1/_{100}$ oder $^1/_{1000}$ Anteil am Reinvermögen der Gesellschaft darzustellen.

Der Haupteinwand des Cohen-Committee gegen die nennwertlose Aktie war das für sie angeblich nicht vorhandene öffentliche Interesse. Das kann jedoch eine Ablehnung nicht rechtfertigen. Der Anstoss kann schliesslich nicht von der breiten Bevölkerung erwartet werden, die weithin am Aktienwesen unbeteiligt ist und bisher Aufklärung kaum erfahren hat. Die Institutionen der

5 Vgl. Report, para 17; angeführt bei Siebel, Ulf, a. a. O., S. 93.

6 Gemeint ist immer noch der inzwischen durch gesetzliche Vorkehrungen längst überwundene Missbrauch in den Vereinigten Staaten nach der ersten Einführung.

7 Vgl. Report: a. a. O., para 18: „While there ist, in our view, much logic in the arguments put forward in favour of shares of no par value, there is little public demand for, and considerable opposition to the proposal. We have also had some evidence that in practise this class of shares has given an opportunity to the unscrupulous to manipulate accounts which could be defeated only by a series of elaborate provisons the substantial of which would be to re-introduce a capital account and, with it, most of those same complications which the no par value share was designed to avoid ... We therefore refrain from recommending any change in this matter".

8 Vgl. Financial News vom 19. Januar 1944.

Praxis dagegen, die sich zu diesem Zeitpunkt noch ablehnend verhielten, haben bald darauf selbst nach einer Einführung gerufen [9].

Die Befürworter der nennwertlosen Aktie hat der Cohenreport indessen nicht entmutigt. Im Februar 1952 beantragte der konservative Unterhausabgeordnete Sir John Barlow, den neuen Companies Act von 1948 so zu ändern, dass die Einführung und Verwendung von Quotenaktien ermöglicht werde, Der Gesetzesentwurf fiel jedoch durch („was talked out").

In den unmittelbar vorangegangenen Jahren hatte das Festhalten an der Nennwertaktie vielfach zu Verhältnissen geführt, die dem Laien unverständlich blieben [10]. Das nominelle Aktienkapital entsprach bei vielen Gesellschaften nicht mehr dem tatsächlichen Kapital; es wurden Dividenden über dreissig, vierzig und mehr Prozent erklärt [11].

Aussenstehende und mangelhaft Informierte mussten zu der Überzeugung kommen, es handele sich um ausbeuterische Gewinne. Dieser Eindruck wurde von politischen Gruppen verstärkt und ausgenutzt; vielerorts kam der soziale Frieden in Gefahr. — Aber selbst ein gutwilliger Interessent konnte oft nur mit Mühe ein annähernd richtiges Bild von den Verhältnissen gewinnen.

In dieser Zeit hat sich die Einstellung der einflussreichen Kreise in Wirtschaft und Politik bedeutend gewandelt. Der Ruf nach der nennwertlosen Aktie erklang überzeugter und lauter. Und selbst viele derjenigen, die sich vorher noch dagegen ausgesprochen hatten, befürworteten sie jetzt [12].

In dem geforderten neuen Gesetz sollten die vom Cohen-Committee erarbeiteten Sicherungen eingebaut werden. Wesentliche Umstellungen, so vermerkte die „Financial Times", seien dadurch nicht bedingt. Der Aktionär erhalte für seine Nennwertaktien die gleiche Anzahl von Aktien ohne Nennwert. Seine bisherigen Rechte würden keineswegs geschmälert. Bedeutungsvoll sei die Zulassung nennwertloser Aktien besonders insofern, als die bisher vielfach aufgetretenen Missverständnisse ausgeräumt werden könnten.

Gegen Ende 1952 griff die britische Regierung erneut in die Erörterungen ein. Der Präsident des Board of Trade bildete am 29. Dezember 1952 eine Untersuchungskommission unter dem Vorsitz von Montagu L. Gedge, welche die Zweckmässigkeit der nennwertlosen Aktie für England wiederum prüfen sollte, hauptsächlich auch Untersuchungen darüber anzustellen hatte, wie sich

9 Vgl. S. 31.

10 Vgl. St. Galler Tagblatt Nr. 610 vom 29. Dezember 1952.

11 Vgl. S. 31.

12 Vgl. Report of the Committee on Shares of no par Value, Cmd. 9112, London März 1954, S. 6 para 22 ff. :
Dafür sind jetzt, obwohl sie im Jahre 1945 sich zum Teil noch dagegen aussprachen, laut Report: die Association of British Chambers of Commerce, National Union of Manufacturers, Issuing House Association, Association of Investment Trusts, British Assurance Association, Council of the Stock Exchange London, Law Society von London und von Schottland, verschiedene anerkannte Bodies of Accountancy sowie das Chartered Institute of Secretaries. (Angeführt bei Siebel, Ulf, England diskutiert die Quotenaktie, a. a. O., S. 601/602).

das System der nennwertlosen Aktie in den Vereinigten Staaten und in Kanada entwickelt und bewährt habe.

Die plötzliche Aktivität der Regierung liess sich — nach Siebel [13] — vor allem auf politische Gründe zurückführen. Die Labour-Partei hatte vor der Einsetzung der Untersuchungskommission Material über die nach ihrer Auffassung überhöhten Gewinne und Dividendenausschüttungen gesammelt und dieses auf politischen Versammlungen gegen die Regierung verwendet. Eines der extremsten Beispiele dafür, wie derartige, oft nur „optisch" hohe Gewinne bei Gesellschaften mit Nennwertaktien zustande kommen, wenn der wirkliche Wert der Aktie den Nennwert erheblich übersteigt, führt das Law Journal an [14].

Das Untersuchungsergebnis des nach seinem Vorsitzenden benannten Gedge-Committee [15] zerfällt in einen Mehrheitsbericht, in welchem sich sieben von den acht Kommissionsmitgliedern entschieden für die wahlweise Zulassung der nennwertlosen Aktie einsetzen, und in den Minderheitsbericht, in welchem der Gewerkschaftsvertreter in der Kommission, W. B. Beard, entsprechend einem Beschluss des Gewerkschaftskongresses eine ablehnende Haltung einnimmt.

Der Mehrheitsbericht bezeichnet als Hauptnachteil der Nennwertaktie die durch den Nennwert in hohem Masse verursachte Irreführung, insbesondere bei der Angabe der Dividende in Prozenten. Überhaupt zeigt der Bericht, dass der Streit um die Zulassung der nennwertlosen Aktie weitgehend vom Dividendenausweis bestimmt ist, damit also auch politische Züge trägt. So behauptet W. B. Beard unter anderem, eine Quotenaktie würde es den Gewerkschaftsfunktionären noch schwerer machen, den Arbeitern den wirklichen Gewinn eines Unternehmens vorzurechnen.

Neben der entschiedenen Befürwortung der Aktie ohne Nennwert bringt der Mehrheitsbericht zugleich ausführliche Vorschläge, wie ein neues Gesetz zu gestalten wäre:

So sei gesetzlich festzulegen, dass die wahlweise Verwendung der nennwertlosen Aktie die gleichzeitige Verwendung von Nennwertaktien bei demselben Unternehmen ausschliesst; der Emissionserlös bei der Ausgabe nennwertloser

13 Vgl. Siebel, Ulf: a. a. O., S. 93.

14 Vgl. Law Journal 1953, Band 103, S. 64: Die betreffende Gesellschaft, Glaxo Laboratories Ltd., hatte bei einem Gewinn von 1651 % (!) des eingezahlten Kapitals (paid up share capital) von 79 653 engl. Pfd. eine Dividende von 125 % für das am 30. 6. 1949 endende Geschäftsjahr erklärt. Erwägt man, dass das Reinvermögen nach den Bilanzzahlen, also ohne Berücksichtigung stiller Reserven, etwa 2 250 000 engl. Pfd. betrug, so erscheinen Gewinn und Dividende in einem ganz anderen Licht. Und im folgenden Jahr erhielt jeder Aktionär auf eine Aktie von 10 sh neun Gratisaktien von 10 sh, hierzu wurden die vorhandenen freien Reserven verwendet. Es trat also keine Änderung der Beteiligung der Aktionäre ein. Gewinn und Dividende betrugen aber in der Folge nunmehr ein Zehntel der früheren Prozentsätze. (Angeführt bei Siebel, Ulf, a. a. O., S. 93).

15 Vgl. Report of the Committee on Shares of no par Value, London März 1954.

Aktien solle einem festen Kapitalkonto in voller Höhe zugeführt werden und so weiter [16].

Die bedeutendsten Institutionen des britischen Wirtschaftslebens (mit Ausnahme der Gewerkschaftsverbände) haben also die unbedingte Zweckmässigkeit der gesetzlichen Zulassung nennwertloser Aktien hervorgehoben. Die britische Regierung hat dagegen auch nach dem Vorliegen des Untersuchungsergebnisses des Gedge-Committee die Empfehlungen bisher — aus Rücksichtnahme auf die Meinung der Gewerkschaften — nicht befolgt. Dennoch werden die Bemühungen, die nennwertlose Aktie in England einzuführen, unvermindert fortgesetzt. Der „Economist" erinnerte im September 1960 aufs neue [17]:

„Die Argumente für und gegen die Ausgabe nennwertloser Aktien wurden vom Gedge-Committee geprüft, und die Regierung hat im Prinzip die Empfehlung der Mehrheit des Committee gebilligt, dass nennwertlose Aktien zugelassen werden sollen. Der Erlass eines derartigen Gesetzes ist lange überfällig".

II. Die Beurteilung der nennwertlosen Aktie in der Schweiz

Die erhebliche Bedeutung, welche die Aktie ohne Nennwert schon bald nach ihrer ersten Einführung in den Vereinigten Staaten erlangt hat, und ihre rasch erfolgende Ausbreitung haben auch in der Schweiz schon frühzeitig Veranlassung gegeben, die Gründe dafür zu untersuchen und festzustellen, ob die neue Aktie auch für schweizerische Verhältnisse geeignet sei.

Zu Beginn der darüber geführten Diskussion ist in der Regel nur eine reine Übertragung der amerikanischen Form — die seinerzeit zudem gesetzlich noch unzulänglich geregelt war — erwogen worden. Doch liessen sich die ihrem Wesen nach so gänzlich anders gearteten no par shares mit ihren auf amerikanische Verhältnisse allerdings hervorragend abgestellten Besonderheiten nicht in den festen Rahmen europäischer Aktienrechte einfügen. Eine Einführung der amerikanischen nennwertlosen Aktie musste daher, wie in England und Deutschland, auch in der Schweiz als „nicht wünschenswert" erscheinen [18]. Spätere ausführliche Untersuchungen haben jedoch ergeben,

16 Wegen Einzelheiten vgl. Report, a. a. O.; ferner Wolf, Harry: Aktie mit und Aktie ohne Nennwert, Diss. München 1956, S. 28; Nennwertlose Aktien in England; in Neue Zürcher Zeitung Nr. 1256 vom 21. Mai 1954; Siebel, Ulf: England diskutiert die Quotenaktie; in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Nr. 17, 1954, S. 601/602.

17 Vgl. The Economist, No Par Value Shares; in The Economist vom 24. September 1960; angeführt bei Matthiensen, Ernst, a. a. O., S. 779.

18 Vgl. E. B.: Aktien ohne Nennwert; in Neue Zürcher Zeitung Nr. 1922 vom 4. Dezember 1925. — Derselben Meinung ist die Redaktion der NZZ, ebenda, Fussnote.

dass, „wenn sich der schweizerische Gesetzgeber zu der Neuerung (einer nennwertlosen Aktie überhaupt) entschliessen will, er dies ohne Preisgabe der herrschenden Grundsätze tun kann“ [19]. Wege dazu wurden aufgezeigt.

Bei der letzten Neufassung des Aktienrechts hat der Gesetzgeber die Aktie ohne Nennwert nicht berücksichtigt; in der Schweiz sind derzeit ausschliesslich Nennwertaktien zugelassen [20]. Den Beratungen zum neugefassten Obligationenrecht ist zu entnehmen, dass man befürchtete, nennwertlose Aktien würden im Börsenverkehr eine geringere Übersichtlichkeit bieten und würden Schwankungen der Kurse weniger offensichtlich erkennen lassen [21] [22].

Über die Höhe des Nennbetrages besagt Art. 622, al. 4 OR: „Der Nennwert der Aktie muss mindestens hundert Franken betragen“.
Die Notierung des Börsenkurses und die Erklärung der Dividenden erfolgt in der Schweiz jedoch nicht — wie in Deutschland, Holland, Österreich und Spanien — in Prozenten vom Nennwert, sondern in Franken pro Stück [23].

Auf die gesetzliche Zulassung der nennwertlosen Aktie in der Schweiz ist durch Diskussionsbeiträge, vor allem aus dem Bank- und Börsenbereich, und durch wiederholte parlamentarische Vorstösse [24] immer wieder hingearbeitet worden. Der Aktiennennwert wurde dabei in der Regel als absolut überflüssig und eher irreführend bezeichnet.

Zu dieser Frage hat auch der Präsident des Verwaltungsrats der Schweizerischen Bankgesellschaft, Richner [25], bereits im Jahre 1955 anlässlich der Generalversammlung der Gesellschaft ausführlich Stellung genommen. Richner führte aus, dass Gesetzgebung und Steuerbehörden dem Nennwert einer Aktie eine Bedeutung beimessen, die ihm, sachlich beurteilt, gar nicht zukomme. Die Erstellung einer richtigen Ertragsrechnung und einer richtigen Bilanz sei nicht an das Vorhandensein eines Nennwertes gebunden. Die letzten Wirtschaftskrisen hätten gezeigt, dass die Aktiven oft erheblichen Wirtschaftsschwankungen unterworfen sind. Diese Wertschwankungen der

19 Vgl. Popp, Paul: a. a. O., S. 64.
20 Vgl. Zickert, Hermann: Stammaktien ohne Nennwert; in Spiegel der Wirtschaft Nr. 12, 1948, S. 362. „Sogar in der Schweiz gab es welche (Stammaktien ohne Nennwert), bis die letzte Änderung des Obligationsrechts einen Nennwert bzw. ein Minimum des Aktienkapitals vorschrieb“.
21 Vgl. Rudin, Max: a. a. O., S. 7.
22 Zu diesen Einwänden wird weiter unten Stellung genommen, vgl. S. 53 ff. und S. 48 ff.
23 Den Stückkursen liegen Nennbeträge verschiedener Höhe zugrunde: im allgemeinen solche über 100, 500 und 1000 Franken.
24 Vgl. u. a. Antrag zur Modifikation des Aktienrechts zugunsten von Beteiligungs- und Holdinggesellschaften eingereicht von Fritz Bon und Konsorten; ferner zwei Anträge in jüngster Zeit im Zusammenhang mit dem Anliegen einer breiteren Streuung des Aktieneigentums aus sozialpolitischen Erwägungen.
25 Vgl. Richner, Fritz: Referat auf der Generalversammlung der Schweizerischen Bankgesellschaft in Zürich am 25. Februar 1955. — Vgl. Eine Lanze für die Quotenaktie; in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 9, 1955, S. 285.

Aktiven führen in manchen Fällen zu Unterbilanzen, so dass die betroffenen Gesellschaften ihre regulären Ertragsüberschüsse nicht mehr zur Dividendenverteilung verwenden konnten, sondern zur allmählichen Beseitigung der Unterbilanzen heranziehen mussten. Die Entwertungsverluste und die Aussicht auf Sanierung oder auf jahrelange Dividendenlosigkeit hätten in der Folge viele Aktionäre und allfällige Käufer derart entmutigt, dass die Kurse oft weit unter den inneren Wert der Aktien sanken. Man sollte daher, so meinte Richner, für die Gesellschaften die Möglichkeit offenlassen, Vermögenswerte in ihren Büchern herabzusetzen, ohne gleichzeitig eine Reduktion ihres Aktienkapitals vornehmen oder die Ausschüttung von Dividenden aus regulären Erträgnissen einstellen zu müssen. Das Mittel hierzu bilde die nennwertlose Aktie, die, in den USA und Kanada seit langem bekannt und eingeführt, sich als sehr zweckmässig erwiesen habe. Natürlich würde die Einführung der nennwertlosen Aktie eine entsprechende Revision des Aktienrechts und dann namentlich auch der Steuergesetze voraussetzen.

Als wichtiges Argument wird in der Diskussion zugunsten der nennwertlosen Aktie angeführt, dass sie beim Anlegerpublikum die durch das Nennwertsystem ermöglichten irrigen Vorstellungen verhindere und die Käufer zur Ermittlung ihres wirklichen Wertes anhalte. Durch den Nennwert verursachter Irrtum kann bei schweizerischen Aktien jedoch nur annähernd die Bedeutung haben, die ihm in Ländern mit Börsenkursnotierung und Dividendenerklärung in Prozenten vom Nennwert zukommt; die irreführenden Verhältnisse von Kurs zu Nennwert sowie von Dividende zu Nennwert sind in der Schweiz bei einer Börsenkursnotierung und Dividendenerklärung in Franken pro Stück so offensichtlich nicht gegeben. Es besteht jedoch kein Zweifel, dass auch hier — ebenso wie in den anderen Ländern mit Nennwertaktien — noch weite Kreise in der Vorstellung befangen sind, der aufgedruckte Nominalwert verkörpere den wirklichen, den inneren Wert der Aktie [26], während der Börsenkurs nur eine schwankende Grösse sei.

Die Verwendung nennwertloser Aktien würde dieser unrichtigen Annahme ein Ende setzen. Zur Wertbestimmung müsste man sich anderer Daten (als etwa des Nennwertes) bedienen [27]; so wäre vor allem auch der Ertrag heranzuziehen.

Als Hilfsmittel von besonderer Bedeutung aber könnte sich die Aktie ohne Nennwert erweisen, wenn man das in der Schweiz oft erklärte Ziel, die Aktie zu popularisieren, das heisst auf breitester Ebene zu streuen, tatsächlich verwirklichen will.

Der vorgesehenen breiteren Streuung des Aktienbesitzes liegen vor allem sozialpolitische Erwägungen zugrunde. Es soll bewirkt werden, dass sich der

[26] Vgl. S. 45 ff.
[27] Vgl. S. 57 ff.

Aktienbesitz nicht weiterhin in der Hand weniger kapitalstarker Personen oder Personengruppen zusammenballt; stattdessen soll auch der Vielzahl mittlerer und kleinerer Einkommen die Möglichkeit gegeben werden, sich an der Entfaltung der Wirtschaft zu beteiligen. Man verspricht sich davon eine weitgehende Entschärfung sozialer Gegensätze, wenn breite Bevölkerungsschichten, vor allem aber die Arbeitnehmer, auch auf der Seite des verantwortlichen Kapitals vertreten sind. — Doch ebenfalls für die Unternehmen bieten sich bei einer breiteren Streuung ihrer Aktien Vorteile [28]. Zweifellos kommt es zu einem Zuwachs an „public relations". Die Interessen der Gesellschaft finden im breiten Aktionärspublikum eine solide Fundierung; das wiederum erleichtert später eventuell erforderlich werdende Kapitalerhöhungen. Die Popularisierung der Aktie könnte also zur Stabilisierung der herrschenden Wirtschaftsordnung und zur Förderung der Wirtschaft beitragen.

Das entscheidende Hindernis für solche Bestrebungen liegt in dem ausserordentlich hohen Kursniveau schweizerischer Aktien. Zahlreiche Werte, etwa die sehr „schweren" Chemieaktien, liegen weit ausserhalb der finanziellen Reichweite des sogenannten kleinen Mannes. Aber auch das Verhältnis von Kurs zu Dividende hat sich seit Jahren verschlechtert. Die alte Regel, dass der Börsenkurs sich nach der Dividende richten müsse, hat ihre Bedeutung zur Zeit verloren; bei konstanten oder nur geringfügig erhöhten Dividendensätzen sind die Kurse seit langem ständig gestiegen.

Um die breite Streuung des Aktienbesitzes zu erreichen, müsste das Kursniveau erheblich gesenkt werden. Dazu stehen als Mittel zur Verfügung: die Einführung von Kleinstaktien mit Nennwerten von vielleicht zehn, zwanzig oder fünfzig Franken, oder die gesetzliche Zulassung nennwertloser Aktien. Kleinstaktien ermöglichen im Augenblick zwar ebenfalls die gewünschte Kurssenkung; nach wie vor wäre bei ihnen aber an einem Nennwert mit allen seinen Problemen festgehalten [29]. Mit diesen Aktien lässt sich daher keine auf die Dauer befriedigende Lösung herbeiführen.

Geeignet erscheint allein die gesetzliche Einführung und Verwendung der Aktie ohne Nennwert, der Quotenaktie. Die Vorzüge dieser Aktie liegen hier vor allem in der Möglichkeit beliebiger Stückelung und weiterhin ständiger Teilbarkeit (Splitting ohne Beschränkung durch einen Mindestnennwert) [30].

Da die Aktie ihrem Wesen nach einen Anteil am Unternehmen darstellt, dessen Höhe sich aus der Anzahl der ausgegebenen Anteile bestimmt, müsste

28 Vgl. W. S.: Aktien ohne Nennwert? in National-Zeitung Nr. 188 vom 26. April 1959.

29 Vgl. S. 45 ff.

30 Auf diesen Gründen beruht auch eine neue Empfehlung der Schweizerischen Bankiervereinigung, die Einführung der Aktie ohne Nennwert im schweizerischen Aktienrecht erneut zu prüfen.

man auf den („absolut überflüssigen und eher irreführenden") Nennwert recht gut und vorteilhaft verzichten können. Ein Grundkapital von 1 Million Franken liesse sich anstatt in 1000 Aktien zu je 1000 Franken Nennbetrag zum Beispiel in gleichfalls 1000 Aktien zu je $^1/_{1000}$ Anteil am Reinvermögen der Gesellschaft aufteilen; dem Wesen der Aktie wäre damit unmissverständlicher entsprochen. Und das breite Publikum hätte sich nicht mehr mit einem Nennbetrag zu befassen, der weder zum Anlagewert noch zum derzeitigen Börsenkurs oder einem späteren Liquidationswert in Beziehung steht. Die gesetzliche Einführung der Aktie ohne Nennwert würde natürlich eine Revision des geltenden Aktienrechts erfordern. Aber während Kalveram [31] in einer möglichen Zulassung der (amerikanischen) nennwertlosen Aktie in den wesensverschiedenen europäischen Gesetzgebungen noch die Umstossung der „Grundpfeiler des Aktienrechts" sah, hat Popp [32] bereits dargelegt, wie man sich der nennwertlosen Aktie auch „ohne Preisgabe der herrschenden Grundsätze" bedienen kann. Es ist Rudin zuzustimmen, wenn er fordert, die Grundpfeiler des Aktienrechts nicht umzustossen; auch müsse die Garantiefunktion des Grundkapitals (in sich jedoch oft fragwürdig) gewahrt bleiben. Daher könne bei der Einführung einer nennwertlosen Aktie nur eine feste Aktienquote bei einem festen Grundkapital in Frage kommen [33].

Eine erneute Überprüfung der „Bedürfnisfrage für Kleinaktien und nennwertlose Aktien" hat gerade eine Studiengruppe des Eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements durchgeführt [34]. Das angefertigte Gutachten beruht auf einer Befragung von 80 Aktiengesellschaften und 10 Wirtschaftsorganisationen; eingegangen waren 59 Antworten. Die Umfrage liess erkennen, dass „eine breitere Streuung des Aktienbesitzes befürwortet wird, dass jedoch dafür ein dringliches Bedürfnis in der Schweizer Wirtschaft nicht festzustellen ist". — Den gesetzlich vorgeschriebenen Mindestnennwert von hundert Franken haben die Befragten zwar als „sachlich nicht gerechtfertigtes Hindernis für die Zerlegung der Aktien" erkannt, in Anbetracht der nach ihrer Auffassung nicht bestehenden Dringlichkeit für die Schaffung niedrigerer Aktienkurse sehen sie aber in der Einführung der nennwertlosen Aktie als dafür geeignetem Mittel auch keinen besonderen Vorteil. Doch wird der nennwertlosen Aktie bescheinigt, sie erleichtere Kapitalerhöhungen und könne überhaupt dem Aktienrecht grössere Elastizität verleihen.
„Die Einführung der nennwertlosen Aktie ist nicht dringend. Für den Fall einer umfassenden Revision des Aktienrechts käme ihre Einführung jedoch in Frage".

31 Vgl. Kalveram, Wilhelm: Die Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England; in Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1925, S. 509.
32 Vgl. Popp, Paul: a. a. O., S. 64 ff.
33 Vgl. Rudin, Max: a. a. O., S. 17.
34 Vgl. Kleinaktien in der Schweiz; in Industriekurier Nr. 158 vom 12. Oktober 1961, S. 2.

III. Die Bedeutung der nennwertlosen Aktie für die Bundesrepublik Deutschland

1. Die Kritik an der nennwertlosen Aktie auf den deutschen Aktienrechtsreform-Verhandlungen der zwanziger Jahre

In Deutschland wurde das Für und Wider der amerikanischen Aktie ohne Nennwert auf breiterer Grundlage erstmals auf den Aktienrechtsreform-Verhandlungen der zwanziger Jahre diskutiert. Diesen Verhandlungen folgte der Entwurf eines neuen Aktiengesetzes von 1930.

Die Frage der Einführung der nennwertlosen Aktie in Deutschland war durch die wirtschaftlichen Strukturwandlungen nach dem Kriege ausgelöst worden [35]. Nachkriegsjahre und Inflationszeit hatten die privaten Vermögen weitgehend vernichtet und die letzten Betriebsmittel der Wirtschaft aufgezehrt; eine Neubildung schien wegen der gewaltigen Steuer- und Soziallasten auf lange Zeit ausgeschlossen. Die Frage der Geldbeschaffung wurde schliesslich zur Lebensfrage der deutschen Wirtschaft. Zur Erleichterung eines Kapitalimportes schien die Annäherung an das Recht der „Kapitalstaaten" geboten. Es erhob sich die Forderung nach einer Reform des deutschen Aktienrechts [36].

Im Rahmen dieser Reformbestrebungen wurde auf dem 33. Deutschen Juristentag, der im September 1924 in Heidelberg stattfand, auch zu der Frage Stellung genommen, ob die amerikanische nennwertlose Aktie für deutsche Verhältnisse zu empfehlen sei.

Die beiden Berichterstatter Flechtheim und Hachenburg [37] haben sich gegen die Einführung der nennwertlosen Aktie ausgesprochen. Zwar wurden die Vorteile der Aktie gewürdigt [38]. „Es liegt auf der Hand, dass wir von vielen wirtschaftlichen Schäden und juristischen Schwierigkeiten, die die Inflationszeit mit sich gebracht hat, verschont geblieben wären, wenn wir damals die nennwertlose Aktie gehabt hätten". Doch kamen die Berichterstatter zur Ablehnung, weil sie durch diese Aktie vor allem die Gefahr der Unterpariemission heraufbeschworen sahen. Das Prinzip der Erhaltung der Kraft, verkörpert durch das Aktienkapital, könne die nennwertlose Aktie nicht zulassen. „Es ist an den Prinzipien des deutschen Aktienrechts festzuhalten, soweit diese der Erhaltung des Grundkapitals dienen. Daher sind An-

35 Vgl. Geiler, Karl: Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen und die Reform des Aktienrechts, Berlin 1927; Winterberg, Bruno: Die Strukturwandlungen des Aktienrechts, Dissertation Köln 1930.

36 Vgl. Schneider, Heinrich: Die Aktie nach englischem, amerikanischem und französischem Recht. Zugleich ein Beitrag zur Reform des deutschen Aktienrechts, Marburg 1930, S. 79 ff.

37 Vgl. Verhandlungen des 33. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig 1925, S. 385 ff.

38 Vgl. Verhandlungen, S. 402.

näherungen an ausländische Rechte, namentlich das englisch-amerikanische Aktienrecht, die hiervon abweichen, abzulehnen". Flechtheim hob schliesslich auch hervor, die Einführung würde eine „radikale Umwälzung unseres Aktienrechts" verursachen und könne „nur in Verbindung mit einer vollständigen Reform des Handelsgesetzbuches" erfolgen.

Der 33. Deutsche Juristentag hat sich den Ausführungen der Berichterstatter angeschlossen. Sein Beschluss lautet [39]:

„Es ist das Prinzip der Zerlegung des Grundkapitals in Aktien von bestimmten Nennbeträgen beizubehalten. Die Einführung von Quotenaktien empfiehlt sich nicht".

Flechtheim hat später nach einer Studienreise durch die Vereinigten Staaten in einem Vortrag über seine Reiseeindrücke [40] ein weit günstigeres Urteil über das amerikanische Aktienwesen abgegeben. Er hat sich nunmehr gegen das in Deutschland seinerzeit weit verbreitete Vorurteil gewandt, das amerikanische Aktienwesen sei unsolide. Der nennwertlosen Aktie hat er bestätigt, dass ihre Vorteile — wenigstens für amerikanische Verhältnisse — etwaige Nachteile überwiegen.

Auch auf dem 34. Deutschen Juristentag [41] im Jahre 1926 in Köln ist die Frage der Einführung der nennwertlosen Aktie behandelt worden.

Die Berichterstatter Solmssen und Heymann sprachen sich nachdrücklich gegen die Aktie und ihre Einführung in Deutschland aus. Solmssen [42] äusserte die Hoffnung, seine Darlegungen möchten den Wunsch, „die Quotenaktie auch bei uns heimisch zu machen, ein für allemal zum Schweigen bringen". Seine Ausführungen, die den Einfluss Cooks [43], des erbittertsten Gegners der nennwertlosen Aktie, deutlich erkennen lassen, richteten sich — in etwas abwertender Weise — vor allem gegen die gesetzlichen Grundlagen der amerikanischen nennwertlosen Aktie: diese führten zu Verwirrung und Betrug, ihre Übertragung auf deutsche Verhältnisse könne weder erforderlich noch wünschenswert erscheinen.

39 Vgl. Verhandlungen des 33. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig 1925, S. 428.

40 Vortrag vor der Internationalen Vereinigung für vergleichende Rechtswissenschaft und Volkswirtschaftslehre am 14. Januar 1929 in Berlin.
Vgl. auch Flechtheim: Vom Aktienwesen in den Vereinigten Staaten — Reiseeindrücke; in Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht Nr. 3, 1929, S. 101 ff.

41 Vgl. Verhandlungen des 34. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig 1926.

42 Das Referat erschien unter Berücksichtigung der Verhandlungen umgearbeitet und erweitert. Vgl. Solmssen, Georg: Probleme des Aktienrechts unter besonderer Berücksichtigung ihrer Entwicklung in den Vereinigten Staaten von Amerika; in Bankarchiv 26 (1926/27); das gleiche als Broschüre, Berlin und Leipzig 1926 (1. Auflage); das gleiche als Buch, Berlin und Leipzig 1928 (2. Auflage).

43 Vgl. Cook, William W.: A Treatise on the Law of Corporations having a Capital Stock, New York 1923 (8. Auflage).

Dagegen hat Lehmann [44] in seinem dem Juristentag erstellten Gutachten im einzelnen nachgewiesen, dass die behaupteten Nachteile und Gefahren bei der nennwertlosen Aktie in Wirklichkeit nicht bestehen. Die Einführung der Aktie in Deutschland wäre — unter Beibehaltung eines festen Grundkapitals — auch ohne radikale Umwälzung des Aktienrechts möglich. „Will man aber die Quotenaktie nicht einführen, so darf dies jedenfalls nur in der klaren Erkenntnis geschehen, dass an und für sich die Quotenaktie nicht nur theoretisch gegenüber der Nennwertaktie viele Vorzüge bietet, sondern sich auch in der Praxis ganz ausserordentlich bewährt hat und im englisch-amerikanischen Rechtsgebiet eine ständig wachsende Verbreitung findet".

Lehmann hat die Einführung der nennwertlosen Aktie dennoch nicht befürwortet, weil er in ihr vor allem ein Instrument zur Erleichterung von Neugründungen sah. Für Neugründungen aber bestand unter den damaligen wirtschaftlichen Verhältnissen kein dringendes Bedürfnis.

Man hat daher die Zweckmässigkeit der Einführung der nennwertlosen Aktie in Deutschland auch nicht weiter untersucht, obgleich das Wesen und die Möglichkeiten der Aktie auf den beiden Aktienrechtsreform-Verhandlungen kaum umfassend behandelt worden waren. In dem Entwurf eines neuen Aktiengesetzes von 1930 und in der Neufassung des Aktiengesetzes von 1937 wurde ohne weitere Erörterung nur die Nennwertaktie berücksichtigt.

Die Diskussion über die Einführung der nennwertlosen Aktie in Deutschland ruhte nach den beiden Reform-Verhandlungen dann fast dreissig Jahre, bevor sie — unter ganz anderen Verhältnissen und aus ganz anderen Gründen — wieder entfacht worden ist.

2. Die Diskussion nach dem zweiten Weltkriege

Die Ergebnisse der Untersuchungen in England haben nach dem zweiten Weltkriege auch in Deutschland die Erörterung der nennwertlosen Aktie wieder aufleben lassen. Man begann im Jahre 1954 zunächst damit, zu den Berichten der beiden englischen Untersuchungskommissionen und den in England herrschenden aktienrechtlichen Verhältnissen Stellung zu nehmen. Bald darauf hat jedoch der wirtschaftliche Wiederaufstieg im eigenen Lande völlig neue Gesichtspunkte zur Diskussion über die nennwertlose Aktie beigetragen: bei weiterhin steigender Entwicklung der Wirtschaft wurden gewisse Missstände im deutschen Aktienwesen immer offensichtlicher [45]. Das Für und Wider der zur Abhilfe vorgeschlagenen nennwertlosen Aktie konnte schliesslich auf breiterer Grundlage diskutiert werden.

44 Vgl. Lehmann, Julius: Gutachten über die Frage: Soll bei einer zukünftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden? In Verhandlungen des 34. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig 1926, S. 258 ff.

45 Vgl. S. 48 ff.

Im Jahre 1954 nahm Siebel[46] die Diskussion in Deutschland wieder auf. Dabei beschränkte er sich zunächst vorwiegend auf eine Erörterung der Untersuchungsergebnisse in England. Er sprach sich vorsichtig für eine Einführung der nennwertlosen Aktie auch in Deutschland aus, ohne selbst schon wesentliche neue Gesichtspunkte vorzubringen.

Im gleichen Jahr forderte der Deutsche Industrie- und Handelstag[47] in einer Denkschrift zur Reform des Aktienrechts in der Erkenntnis der Bedeutung dieses Problems eine eingehende, rechtsvergleichende Untersuchung über die nennwertlose Aktie. Dabei wurde auf die günstigen, in viereinhalb Jahrzehnten gemachten Erfahrungen in den Vereinigten Staaten verwiesen.

In ihren „Untersuchungen zur Reform des Unternehmensrechts" sprach sich die Studienkommission des Deutschen Juristentages[48] im Jahre 1955 gegen die Einführung der nennwertlosen Aktie aus. Sie begründet ihren Entschluss mit einem schon von Flechtheim vorgebrachten Argument: zugunsten der Quotenaktie spreche zwar, dass sie das Verbot der Unterpariemission gegenstandslos mache, dagegen würde jedoch ihre Zulassung „einen völligen Umbau des auf dem Prinzip des festen Grundkapitals beruhenden deutschen Aktienrechts bedingen".

Die Berliner Bank Aktiengesellschaft[49] hat sich in ihrem Wirtschaftsbericht für April 1957 eingehend mit der „Krankheit des deutschen Kapitalmarktes" beschäftigt. Einer sorgfältigen Analyse folgen 10 Thesen mit drei zentralen Forderungen, in denen zur Besserung der Kapitalmarktverhältnisse auch eindringlich eine Abkehr von der üblichen Nennwertrechnung empfohlen wird: Aktienkurse und auch Dividenden sollen in Deutscher Mark pro Stück ausgedrückt werden. Es wird das Beispiel des vor der Privatisierung stehenden Volkswagenwerkes herangezogen:

Nach Ansicht des Bundesfinanzministers stellte das Unternehmen einen Wert von mindestens 1 Milliarde DM dar. Das Gesellschaftskapital betrage 60 Millionen DM. Nun sei zwar der Börsenkurs gewöhnlich nicht identisch mit dem Wert des Unternehmens. Unterstelle man jedoch eine solche Identität zum Zeitpunkt der Emission, da eine Verschleuderung von Bundesvermögen nicht in Betracht kommen sollte, so würde bei einer Umwandlung der GmbH in eine Aktiengesellschaft unter Beibehaltung des Grundkapitals jede Aktie im Nominalwert von 100 DM einen Emissionskurs von rund 1660 % haben müssen. Zu 1660 % aber lasse sich sicher keine Volksaktie verkaufen. Wolle man, dass der Käufer für die einzelne Aktie nicht mehr als 100 DM bezahle, dann könnte der Nominalwert der Aktie nur 6 DM betragen. Wenn darauf

46 Vgl. Siebel, Ulf: Für und Wider die Quotenaktie, a. a. O., S. 92/94.

47 Vgl. Deutscher Industrie- und Handelstag: Zur Reform des Aktienrechts, Bonn 1954, S. 28.

48 Vgl. Untersuchungen zur Reform des Unternehmensrechts: Bericht der Studienkommission des Deutschen Juristentages, Teil I (Berichte der Ausschüsse I und II), Tübingen 1955, S. 91.

49 Vgl. Berliner Bank AG: Der Kapitalmarkt krankt an der Aktie, Wirtschaftsbericht Nr. 2, 1957, S. 14

dann das Volkswagenwerk 9 % Dividende ausschüttet, wie für das letzte Geschäftsjahr, dann hätte der Aktionär auf die von ihm eingezahlten 100 DM einen Ertrag von 54 Pfennigen, also eine Bruttorendite von 0,54 %. Das dürfte für eine Volksaktie nicht das richtige sein. — Demgegenüber wird ausgeführt, um wieviel sinnvoller die Notierung in den USA in Dollar je Stück sei. Ein Aktionär von General Motors weiss gar nicht mehr, dass der Nennwert all seiner Aktien $1^2/_3$ Dollar beträgt, denn das interessiert ihn nicht; er weiss nur, dass der Kurs zur Zeit 41 Dollar pro Stück beträgt (das wäre nach deutscher Berechnungsart ein Kurs von 2460 Prozent) und dass er eine Jahresdividende von 2,17 Dollar pro Stück erhält (das sind 130 Prozent des Nennwerts), woraus sich eine Rendite von 5,3 errechnen lässt. — Ein anderes Beispiel: General Dynamics stehen zur Zeit bei 59 Dollar und zahlen eine Dividende von 2 Dollar je Stück; da ihr „Nennwert" 1 Dollar beträgt, entspricht das nach deutscher Berechnungsmethode einem Kurs von 5900 Prozent und einer Dividende von 200 Prozent. Niemand im Ausland käme aber auf die Idee, eine so abwegige Rechnung anzustellen.

Im Jahre 1958 schaltete sich der Deutsche Industrie- und Handelstag [50] erneut in die Diskussion ein. In einer hektographierten Schrift werden die „Ergebnisse der bisherigen Beratungen zur Reform des Aktienrechts" besprochen. Hinsichtlich der Quotenaktie werden weitere rechtsvergleichende Untersuchungen angeregt, denn „die bisher vorliegenden Untersuchungen reichen . . . nicht aus, um eine Entscheidung in einer so grundsätzlichen Frage zu treffen".

Am 20. Oktober 1958 hat schliesslich das Bundesjustizministerium (BJM) den von seinen Referenten ausgearbeiteten Entwurf eines neuen Aktiengesetzes veröffentlicht und hat damit die Diskussion aufs neue belebt. Dieser Gesetzesentwurf ist noch nicht als Regierungsentwurf anzusehen. Er wurde jedoch in Gegenwart des Bundesjustizministers veröffentlicht, so dass anzunehmen ist, dass er die Grundlage des Regierungsentwurfes eines neuen Aktiengesetzes bilden wird, sobald der Referentenentwurf in der Öffentlichkeit seine Kritik gefunden hat.

Der Entwurf sieht vor, die alleinige Zulassung der Nennwertaktie beizubehalten (§ 8). Die Erläuterungen zum Entwurf geben dafür keine Begründung. Lediglich in einer hektographierten Schrift des Aktienreferates des Bundesjustizministeriums [51] heisst es dazu:

„Das Problem der Nennwertaktie oder Quotenaktie in Deutschland ist alt. Alle Untersuchungen in Deutschland über dieses Problem sind immer wieder zu dem Ergebnis gekommen, dass die Nennbetragsaktie für deutsche Verhältnisse besser ist. Wer die Aktie popularisieren will, muss dem Geldanleger nicht nur ermöglichen, Kaufpreis und Rendite der Aktie festzustellen, sondern ihm auch Vergleichsmöglichkeiten mit anderen Kapitalanlagen und anderen

50 Vgl. Deutscher Industrie- und Handelstag: Ergebnisse der bisherigen Beratungen zur Reform des Aktienrechts, Bonn 1958, S. 70.

51 Vgl. Aktienrechtsreferat des Bundesjustizministeriums: Zur Reform des Aktienrechts, S. 14/15.

Aktien geben. Dies geschieht besser durch die heutige Prozentnotierung als durch die Stücknotierung. Letztere würde für einen Vergleich erhebliche Kenntnisse voraussetzen. Der Entwurf belässt es deshalb bei den Nennbetragsaktien (E § 8)".

Diese Auffassung musste sofort auf erhebliche Kritik stossen. Mit den einzelnen Argumenten wird sich weiter unten auseinanderzusetzen sein [52].

Die Ansicht, dass die Nennwertaktie eine leichte Vergleichbarkeit mit Aktien anderer Gesellschaften ermöglicht, wurde 1959 auch vom Arbeitskreis Aktienrechtsreform der Innenminister der Länder [53] geteilt. Wolle man die Quotenaktie in Deutschland einführen, so müsse von der bisher üblichen prozentualen Berechnung der Aktienkurse abgegangen werden und die Stücknotierung eingeführt werden; diese werde — zumindest während einer längeren Übergangszeit — zu einer nicht richtigen Beurteilung der Unternehmen und ihrer Aktien führen. Als Vorteil der Quotenaktie wird deren leichte Teilbarkeit (Splitting) anerkannt. Weiten Kreisen könne somit die Anschaffung von Aktien erleichtert werden, auch sei auf diese Weise eine Verzerrung in der Dividendenoptik verhältnismässig leicht zu lösen. Der Arbeitskreis der Innenminister hat seinerzeit empfohlen, von der Einführung der Quotenaktie in Deutschland zunächst abzusehen; es bestünden auch Schwierigkeiten, diese Aktie in kürzester Zeit in den Referentenentwurf einzuarbeiten, da zahlreiche gesetzliche Bestimmungen geändert werden müssten. Die Frage einer möglichen späteren Einführung solle dagegen noch geprüft werden.

Im Februar 1959 gaben auch der Bundesverband der Deutschen Industrie, Bundesverband des privaten Bankgewerbes, Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände, Deutscher Industrie- und Handelstag, Gesamtverband der Versicherungswirtschaft eine „Gemeinsame Denkschrift zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes" heraus.

Die Verbände sprechen sich gleichfalls nicht gegen eine Einführung der nennwertlosen Aktie aus, es wird jedoch noch eine weitergehende Untersuchung der Frage empfohlen:

„Im Ergebnis soll dem Entwurf darin zugestimmt werden, dass die Einführung der nennwertlosen Aktie nicht Gegenstand der jetzigen Neugestaltung sein soll. Um die mit der Einführung der nennwertlosen Aktie zusammenhängenden Fragen mit der notwendigen Sorgfalt prüfen zu können, ist die für die vorliegende Reform zur Verfügung stehende Zeit zu kurz. Darin liegt jedoch nicht die Zustimmung zu der Auffassung des Entwurfs, dass sich die nennwertlose Aktie für die Verhältnisse in der Bundesrepublik überhaupt nicht eignet. Die Frage sollte, unabhängig von der jetzigen Reform, noch sorgfältig untersucht werden".

52 Vgl. S. 48 ff., S. 51 ff., S. 53 ff.

53 Vgl. Arbeitskreis Aktienrechtsreform der Innenminister der Länder: Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, 1959, S. 51.

Der Bundesverband des privaten Bankgewerbes hatte dagegen noch im Vorjahr (1958) in einer „Denkschrift zur Reform des Aktienrechts" ausgeführt, dass die nennwertlose Aktie in der Hand des Geschäftsungewandten ebensowenig (wie die Nennwertaktie) eine Handhabe für die zutreffende Bewertung gäbe, und dass das durch sie bedingte Abgehen von der Technik der prozentualen Berechnung in den Aktienkursen wieder zu mannigfachen Täuschungen und Irrtümern bei der Beurteilung des Unternehmens und des Wertes seiner Aktien führen könne. Der Bundesverband äusserte sich seinerzeit abschliessend:

„Unsere Kommission glaubt, die vom Deutschen Industrie- und Handelstag angeregte eingehende rechtsvergleichende Untersuchung über die nennwertlose Aktie nicht abwarten zu sollen, sondern mit der Kommission II des Deutschen Juristentages heute schon sagen zu können, dass in Deutschland an dem bisherigen System der Summenaktie festgehalten werden sollte. Diese Form der Aktie, die auch in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Prinzip des festen Grundkapitals steht, ist im deutschen Rechtsdenken und in der aktienrechtlichen Praxis so fest verwurzelt, dass man gut tut, an ihr festzuhalten. Die Frage der „Dividendenoptik" sollte durch die steuerliche Ermöglichung der Ausgabe von Freiaktien gelöst werden.
Ob Erfahrungen bei einer Popularisierung der Aktie etwa eine andere Entscheidung nahelegen, bleibt abzuwarten".

Die Arbeitsgemeinschaft der westdeutschen Wertpapierbörsen liess der Aktie ohne Nennwert dagegen eine durchweg günstige Beurteilung zuteil werden. Es bestehe vor allem der Vorteil besserer Dividendenoptik, weil der auf einen Anteil ausgeschüttete Betrag dann nur auf den Anteilskurs, nicht aber auf einen möglicherweise unterkapitalisierten Nennbetrag bezogen sei. Kapitalerhöhungen würden durch die Quotenaktie erleichtert. Durch das Splitting würden für den Erwerb von Wertpapieren, die starke Kurssteigerungen aufweisen, kleinere Beträge aufzuwenden sein. Börsentechnisch würden nennwertlose Aktien keine Schwierigkeiten bereiten [54]. Diesen Erörterungen entsprechend hat die Arbeitsgemeinschaft der westdeutschen Wertpapierbörsen dem Aktienrechtsausschuss wiederholt die Einführung nennwertloser Aktien empfohlen.

Zu einer weiteren Untersuchung der Quotenaktie forderte im Februar 1959 die Deutsche Schutzvereinigung für privaten Wertpapierbesitz [55] auf, „weil das Nennwertprinzip vor allem mit Rücksicht auf den Wunsch, die Aktie auch weiter zu popularisieren, nicht befriedigt".

Mit dem Beitrag Siebels war die Diskussion um die nennwertlose Aktie 1954 wieder aufgelebt. In der Zwischenzeit haben andere Autoren — so Boesebeck,

54 Vgl. S. 66 ff.
55 Vgl. Der Vorstand der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.: Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Düsseldorf, Februar 1959, S. 27.

Grussendorf, Matthiensen, Rosenstiel, Schupp u. a. — Beiträge über die Zweckmässigkeit dieses Instituts in Deutschland geleistet.
Grussendorf lehnt die nennwertlose Aktie ab. Er kommt zu dem Schluss, dass von den angepriesenen Vorzügen bei genauer Betrachtung nichts übrig bleibt; Nennwertaktien seien gut genug.

Die anderen Autoren beurteilen die nennwertlose Aktie durchweg positiv und sprechen sich unter genauer Würdigung der derzeitigen Verhältnisse am deutschen Aktienmarkt für eine Einführung der Aktien ohne Nennwert aus (mit Ausnahme Rosenstiels, der die amerikanischen Verhältnisse behandelt).

Einen wichtigen und umfassenden Beitrag zum Problem der nennwertlosen Aktie stellt schliesslich die Studie von Coing und Kronstein [56], Professoren an der Juristischen Fakultät der Universität zu Frankfurt am Main, dar. Coing und Kronstein stellen fest, die Aktie sei ein Mitgliedschaftsrecht, das seiner Natur nach keinen Nennwert habe. Bei der mit einem Nominalwert versehenen Aktie werde dagegen ein verbrieftes Mitgliedschaftsrecht mit der Benennung einer bestimmten Geldsumme als Nominalwert verbunden, wobei die Geldsumme gemeinsam mit dem Grundkapital den Mindestausgabebetrag festsetze und jede Form einer Rückzahlung verhindere. „Es liegt auf der Hand, dass damit zwei Dinge kombiniert werden, die an und für sich unvereinbar sind".
Der fast unvermeidliche Widerspruch zwischen Nominalwert und wahrem Wert der Aktie müsse sich auch praktisch auswirken; der Nominalwert sei leicht geeignet, irrige Vorstellungen in der Öffentlichkeit hervorzurufen (fälschliche Beurteilung optisch hoher Gewinnausschüttungen, erhebliche psychologische Rückwirkung sowohl bei den Aktionären wie beim breiten Publikum, mögliche Rückwirkungen sozialpolitischer Art im Bereich der Gehalts- und Lohnpolitik).

Coing und Kronstein sehen die aufgezeigten Nachteile vermieden, „wenn ein System eingeführt wird, bei dem die Aktie keinen Nennwert aufweist; sie stellt sich dann als ein Wertpapier dar, das ausschliesslich Mitgliedschaftsrechte verbrieft".

Die genannte Studie befasst sich weniger mit der Frage, ob nennwertlose Aktien eingeführt werden sollen, wenn auch die Verfasser diesem Institut positiv gegenüber stehen und seine Vorzüge aufzeigen. Vorrangig werden die Wirkungen einer nennwertlosen Aktie auf das deutsche Aktienrecht untersucht. Die Verfasser kommen zu dem Ergebnis, dass die nennwertlose Aktie — sowohl die „echte" als auch die „unechte [57] — sich sehr wohl in die Grundgedanken des deutschen Aktienrechtes einfügen lässt, ohne dass

56 Vgl. Coing, Helmut, und Kronstein, Heinrich: Die nennwertlose Aktie als Rechtsproblem, Frankfurt am Main 1959.
57 Vgl. S. 8 ff.

dieses unsolider würde oder gar einen geringeren Gläubigerschutz bieten würde.

3. Das Für und Wider der nennwertlosen Aktie zum gegenwärtigen Zeitpunkt

Der wirtschaftliche Wiederaufstieg der Bundesrepublik hat in der Kapitalstruktur der Aktiengesellschaften zu Verhältnissen und am Aktienmarkt über das Barometer Börse zu Erscheinungen geführt, die geeignet sind, in weiten Bevölkerungskreisen irrige Vorstellungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Lage zu erwecken und zu gefährlichen Rückwirkungen unter anderem im sozialpolitischen Bereich zu führen.

Es bestehen erhebliche Zweifel, ob das System der Nennwertaktie den wirtschaftlichen Verhältnissen noch entspricht und ob es diese — über nennwertbezogene Börsenkurse und Dividendenerklärungen — richtig zum Ausdruck bringen kann. Eine Aktie ohne Nennwert scheint diesen Anforderungen besser gewachsen zu sein.

a) Die Aktie in der Öffentlichkeit

aa) Der Nennwert

Nach deutschem Aktienrecht ist ein im voraus festgesetztes Grundkapital einer Aktiengesellschaft in Anteile zu zerlegen, die auf einen bestimmten Nennwert lauten. Der Nennbetrag der einzelnen Aktie muss einhundert Deutsche Mark oder ein Vielfaches dieser Summe betragen. Die Addition aller den Aktien eines Unternehmens aufgedruckten Nennbeträge ergibt wieder den Betrag des Grundkapitals.

Über die Funktionen dieses Aktiennennwertes und seine Bedeutung sind in Deutschland wiederholt Untersuchungen angestellt worden, besonders deshalb, weil unter Berufung auf das Vorbild der amerikanischen shares without par value schon frühzeitig der Wunsch nach Einführung nennwertloser Aktien auch in Deutschland laut geworden ist. Schreiber und von Hofmannsthal [58]

58 Vgl. Schreiber, Heinrich, und von Hofmannsthal, Emil: Das Aktiennominale, Wien 1917. — Die Funktionen des Nennwertes sind:
1. Die unterste Grenze des Emissionsbetrages;
2. Die Mindesteinlage der Aktie;
3. Das Mass für die Bestimmung des Aktienkapitals;
4. Der Regulator für das Stimmrecht verschiedener Aktiengattungen;
5. Der Masstab für Dividende und Superdividende;
6. Die Grenzscheide bei der Gewinnverteilung unter verschiedenen, nicht paritätischen Aktiengattungen;
7. Der Aufteilungsschlüssel bei der Liquidation;
8. Die Grenzscheide bei der Aufteilung des Liquidationserlöses zwischen verschiedenen, nicht paritätischen Aktiengattungen;
9. Die Grundlage für die Berechnung der Stückzinsen;
10. Die Grundlage für den Börsenkurs im Handel nach Prozenten.

haben bereits im Jahre 1917 die Funktionen des Nennwertes in nicht zu überbietender Weise zusammengestellt und geprüft; sie kommen dabei zu dem Ergebnis, ein Aktiennennwert sei durchaus entbehrlich, seine herkömmlichen Aufgaben vermöge auch eine nennwertlose Aktie zu erfüllen. Die Untersuchungen und Darlegungen zahlreicher anderer Autoren haben zu einer Bestätigung dieser Ansicht geführt [59].

Fehlmann [60] erkennt noch eine zweifache Bedeutung des Aktiennennwertes an:

1. Der Nennwert bezeichnet den Mindestbetrag, zu dessen Leistung das Mitglied angehalten werden kann;
2. Der Nennwert bildet in seinem Verhältnis zum Grundkapital einen Massstab für die Anteile der Aktionäre am Gesellschaftsvermögen.

Nachdem die erstgenannte Leistung erbracht ist, kommt nur noch das zweite Merkmal in Frage. Der auf der Aktie angegebene Nennbetrag soll demnach in seinem Verhältnis zum Grundkapital den Anteil des einzelnen Aktionärs am gesamten Unternehmen angeben. Er ist somit eine reine Fiktion, die der Ermittlung des wirklichen Wertes lediglich als Multiplikand zu dienen hat.

Die Angabe eines Nennbetrages wird immer wieder missverstanden. Werden im breiten Publikum aus dem Nennwert überhaupt irgendwelche Schlüsse gezogen, so sind sie in der Regel falsch. Die „Financial Times" hat deutlich genug die auch in England bisher allein zugelassene Nennwertaktie als eine „überholte rechtliche Fiktion" bezeichnet, „die nicht nur den kleinen Mann auf der Strasse verwirrt, sondern gelegentlich auch Leute in die Irre führt, die besser Bescheid wissen sollten". Derartige Beurteilungen des Nennwertes finden sich zahlreich in den Vereinigten Staaten und zunehmend auch in England, der Schweiz und der Bundesrepublik.

Besonders unverständlich ist dem breiten Publikum, dass Nennwert und „wirklicher" Wert der Aktien auseinanderfallen. Die Kursnotierungen an den Börsen beweisen die Höhe des Widerspruchs zwischen Nennwert und Börsenwert. Bei vielen Titeln macht diese Differenz mehr als eintausend, bei den meisten immerhin einige hundert Punkte aus.

Nicht auszulöschen scheint in weiten Bevölkerungsschichten aber die Vorstellung, der Nennbetrag einer Aktie gebe auch ihren wahren Wert an. Donaldson [61] schreibt dazu in seinem „Corporate Finance", einem führenden amerikanischen Lehrbuch des Gesellschaftswesens:

„Wenn eine Aktie einen Nennwert hat, so glauben viele Leute, dass die Aktie diesen Betrag wert ist oder ursprünglich wert war oder irgendwann in Zukunft wieder wert sein wird. Insofern ist das Nennwertetikett irreführend. Eine Aktie ist selten selbst im Augenblick der ursprünglichen Ausgabe ihren

59 Vgl. unter anderen Hundhausen, Carl: a. a. O., S. 180 ff.; Wolf, Harry: a. a. O., S. 38 ff.

60 Vgl. Fehlmann, Kurt: a. a. O., S. 34.

61 Angeführt bei Rosenstiel, Frederick: a. a. O., S. 5.

Nennwert wert. Aber auch wenn der Wert der Aktie in dem Augenblick des ursprünglichen Verkaufs dem Nennwert entspricht, so ändern doch Gewinne oder Verluste die Lage so weit, dass der Nennwert überhaupt keine Beziehung zu dem wirklichen Wert mehr hat".

Aus der falschen Vorstellung, ein aufgedruckter Nennbetrag bedeute wie bei einem Geldschein wirklichen Wert, entspringt auch die Gefahr einer Verwechslung der Nennwertaktie mit einer Obligation. So findet sich häufig die Annahme, eine Nennwertaktie verleihe ihrem Besitzer — wie dem Inhaber einer Obligation — einen summenmässigen Anspruch in Höhe des angegebenen Wertes. Hier erweckt der Nennwert den Eindruck eines Geldanspruches, während der durch die Aktie verkörperte Sachwert, nämlich ihr Anteil am Gesamtvermögen des Unternehmens, verborgen bleibt [62].

Wenn sich also — wie oben angeführt — die Bedeutung des Aktiennennwertes für den Aktionär nach Zahlung des Ausgabepreises darauf beschränkt, der Ermittlung der Anteilsquote am Gesellschaftsvermögen zu dienen, dann könnte solches weit einfacher und unmissverständlicher dadurch geschehen, dass von vornherein Aktien ohne Nennwert verwendet würden. Den Nennwert als nur fiktive, rein rechnerische Grösse aufzugeben, sollte daher nicht so schwer fallen.

Die Aktie ohne Nennwert — ob man nun an die amerikanische nennwertlose Aktie denkt oder die in Belgien verbreitete Art, die sogenannte Quotenaktie [63] — gibt dem Aktionär auf direktem Wege Aufschluss über das, worauf es ihm allein ankommen muss, über den Umfang seiner Beteiligung am Unternehmen. Wird das System der Quotenaktie verwendet, so ist dem Aktionär seine „Teilhabe" in der Form des einem Bruchteil entsprechenden Quotenanteils (zum Beispiel $^1/_{10000}$) am Gesamtvermögen der Unternehmung bekannt; bei der amerikanischen Form der nennwertlosen Aktie ist er dagegen stets über die Gesamtzahl der von der Gesellschaft ausgegebenen nennwertlosen Aktien unterrichtet, was der Bruchteilsbezeichnung gleichkommt.

Als wesentlicher Vorteil der Aktie ohne Nennwert gilt neben den durch sie gebotenen praktischen Vorzügen die Tatsache, dass ihr Beteiligungscharakter hervortritt. Nach Popp [64] ist es als ein erstes Wesensmerkmal dieser Aktie anzusehen, „dass sie unter Vermeidung jeder Wertangabe nur den Bruchteil der an einer Gesellschaft bestehenden Mitgliedschaftsrechte ausdrückt". Und

62 Vgl. Claussen, Carsten P.: Verbesserter Kursvergleich bei Quotenaktien? in Der Volkswirt Nr. 38, 1960, S. 2130:
„Diese Denkweise wurde in der Diskussion bei Überpari-Emissionen deutlich. Das Bestreben einzelner oder vereinigter Aktionäre, junge Aktien partout zu 100 beziehen zu wollen, hat seinen Grund in der Vorstellung, dass nicht mehr als der auf die einzelne Aktienurkunde aufgedruckte Nennwert dafür zu zahlen sei, ebenso wie beim Erwerb von Schuldverschreibungen regelmässig nicht mehr als die Schuldsumme zu erlegen ist".

63 Vgl. S. 8 ff.

64 Vgl. Popp, Paul: a. a. O., S. 19.

Kalveram[65] vermerkt: „Der Blick wird von der geldlichen Seite des Anteils, vom Nominalwert auf die wirtschaftliche Grundlage der Unternehmung gelenkt".

ab) Der Börsenkurs

Aus sozialpolitischen Gründen wie auch zur Verbreiterung des Kapitalmarkthintergrundes hat die deutsche Bundesregierung eine besondere Förderung des Wertpapiersparens im breiten Publikum eingeleitet und durch Vorteile wie die Gewährung von Prämien begünstigt. Zu den geförderten Wertpapieren zählt auch die Aktie („Die Aktie als Anlageform für jedermann"). Die Banken, insbesondere die Grossbanken, unterstützen das Anliegen der Regierung durch breitangelegte Aufklärungsarbeit.

Frühere Gesetzgeber hatten dagegen — zum Beispiel beim Erlass der aktienrechtlichen Vorschriften zum Handelsgesetzbuch 1897 — gerade aus sozialen Erwägungen den Mindestnennbetrag einer Aktie mit eintausend Reichsmark recht hoch angesetzt; der unerfahrene sogenannte kleine Mann sollte mit seinen geringen Ersparnissen dem Aktienwesen und der damit verbundenen Spekulationsgefahr ferngehalten werden. — Eine Umstellung in diesem Rechtsdenken zeigte bereits die Neufassung des Aktiengesetzes von 1937 mit einer Herabsetzung des Mindestnennbetrages auf einhundert Reichsmark. Heute aber kann kaum noch jemand der Meinung sein, Aktienbesitz sei Privileg einer bestimmten Schicht. Die Initiative der Bundesregierung, einem breiten Publikum aus vornehmlich sozialpolitischen Erwägungen die Möglichkeiten einer Vermögensbildung nahezubringen und letztere auch zu erleichtern[66], kann daher grundsätzlich begrüsst werden.

Eine Geldanlage in Aktien ist als Beitrag zu dieser Vermögensbildung sehr geeignet. Welche Verhältnisse aber finden die neu zu gewinnenden Bevölkerungsschichten derzeit am Aktienmarkt vor?

Das gegenwärtig geltende deutsche Aktienrecht bestimmt für Aktien einen Mindestnennbetrag von einhundert Deutsche Mark. Börsenkurse und Dividenden werden in Prozent dieses Nennwertes angegeben. Die auf dem Nennwert basierenden Börsenkurse erfordern als Aktienkaufpreis zur Zeit einen Betrag von mehreren hundert, in nicht wenigen Fällen sogar einen solchen von mehr als eintausend Deutsche Mark[67].

Kaufpreise für Aktien in solcher Höhe setzen dem angesprochenen Publikum aber bereits in finanzieller Hinsicht die Grenzen. Nicht zu übersehen sind

65 Vgl. Kalveram, Wilhelm: a. a. O., S. 507.

66 In diesem Sinne sind auch zu verstehen: die Ausgabe von sogenannten Belegschaftsaktien, die Zulassung der Gründung von Investmentfonds, Steuervorteile oder Barprämien auf Wertpapiersparen, Ausgabe von sogenannten Volksaktien mit gestaffeltem Sozialrabatt, die geplante Neuordnung des Aktienrechts.

67 Der vom Statistischen Bundesamt errechnete Aktienindex stellte sich per 31. Dezember 1961 auf 647 (Basis 31. Dezember 1953 = 100).

dabei die Vorbehalte und das Misstrauen gegenüber einem (optisch) derart hohen Kursniveau überhaupt.

Eine echte Abhilfe könnte hier in jeder Beziehung die Einführung einer Aktie ohne Nennwert bringen. Zudem wäre ein in Verbindung mit dieser Aktie in besonderem Masse ermöglichtes sinnvolles Aktien-Splittung geeignet, Börsenkurse zu jeder Zeit auf einem anlagefördernd-kaufattraktiven Mass zu halten sowie eine grössere Beweglichkeit am Aktienmarkt durch Beseitigung der herrschenden Marktenge herbeizuführen.

Die Bedeutung solcher Vorzüge hat der Referentenentwurf eines neuen Aktiengesetzes [68] wohl nicht hoch genug eingeschätzt. Das Ziel einer Popularisierung der Aktie meint man im Bundesjustizministerium durch die dem Publikum vom Nennwertsystem — angeblich [69] — gebotene Vergleichsmöglichkeit für Aktien besser zu erreichen.

Damit aber ist die wichtige Frage zu hoch empfundener Aktienkaufpreise nicht gelöst.

Als Ausweg wurde eine Zeit lang die sogenannte Stücknotierung diskutiert. Anstelle der jetzt in Deutschland üblichen Notierung der Aktien und Benennung der Dividenden in Prozent des Nennwertes würden Aktienkurse wie auch Dividenden in Deutscher Mark pro Stück auszudrücken sein.

Eine solche Lösung hätte zwar den Vorteil, dass die Begriffe „Prozentkurs" und „Prozentdividende" sowie einige der damit verbundenen irrigen Vorstellungen zurückträten [70], das Problem zu hoher Aktienkurse bliebe aber bestehen. Das Nennwertsystem wird hier beibehalten, damit die Bindung auch des Stückpreises einer Aktie an ihren Nennbetrag. An diesem Mindestnennbetrag von 100 Deutsche Mark aber scheitert das zur Reduzierung von Aktienkursen so hervorragend geeignete Aktien-Splitting [71].

Die sich gleichfalls anbietende Herabsetzung des Mindestnennbetrages einer Aktie — etwa auf zwanzig Deutsche Mark — könnte jedoch auch nur den Charakter einer Teillösung haben. Sämtliche mit dem Nennwertsystem verbundenen Probleme und Gefahren blieben unverändert. Das Kursniveau wird im Augenblick zwar gesenkt, erhält aber auch nicht die von späteren Marktverhältnissen vielleicht geforderte Elastizität.

Zu einer wirklichen Lösung der Probleme des Nennwertsystems, zur Beseitigung eines zu hohen Kursniveaus, zu der damit gegebenen Möglichkeit

68 Vgl. S. 41 f.

69 Vgl. S. 53 ff.

70 Das Nennwertsystem bliebe jedoch erhalten und damit die Gefahr, dass die Relation Stückpreis und Stückdividende zum Nennwert wieder hergestellt würde.

71 Natürlich können grössere Nennbeträge derart gesplittet werden, dass sich wieder Anteile zu 100 DM oder einem Vielfachen davon ergeben, zum Beispiel eine Aktie zu 1000 DM Nennwert gesplittet 1 : 2 in zwei Aktien zu je 500 DM Nennwert, oder gesplittet 1 : 10 in zehn Aktien zu je 100 DM Nennwert. Der kleinste aus dem Splitting hervorgehende Anteil muss jedoch wieder über einen Mindestnennwert von 100 DM lauten.

einer Heranführung breiter Bevölkerungskreise an den Aktienmarkt würde dagegen die Einführung der nennwertlosen Aktie führen.

An die Stelle des Prozentkurses tritt hier der börsenmässige Tagesstückpreis in Deutscher Mark (oder einer anderen Währung, je nach dem Sitz der Gesellschaft oder dem Börsenplatz). Die Berechnungsgrundlage „Nennwert" ist entfallen [72].

Um einen publikumswirksamen oder anderen geschäftspolitischen Erfordernissen entsprechenden Börsenkurs für seine Aktien bilden zu lassen, hat es ein Unternehmen in der Hand, bei der ersten Ausgabe nennwertloser Aktien sein Gesamtvermögen durch eine dementsprechende Anzahl Aktien auszudrücken. Beträgt also der Wert eines Unternehmens unter Würdigung aller Faktoren 80 Millionen Deutsche Mark und ein Börsenkurs von fünfzig Deutsche Mark wäre erwünscht, so könnte die Gesellschaft zunächst 1 600 000 Stück nennwertlose Aktien zu diesem Preise ausgeben.

Als weiteres vorzügliches Verfahren, den Aktienkurs eines wachsenden Unternehmens niedrig zu halten und dem Aktienmarkt durch Beseitigung herrschender Marktenge grössere Beweglichkeit zu verschaffen, könnte dann je nach Bedarf das Aktien-Splitting angewendet werden. Zwar soll dieses Mittel nicht als alleiniger Vorzug der nennwertlosen Aktie angesehen werden, aber seine Wirksamkeit ist in Verbindung mit dieser am grössten [73].

Durch Splitting werden die Aktien eines Unternehmens halbiert, gedrittelt und so weiter, so dass ensprechend mehr Anteile zu wieder erschwinglichen Preisen umlaufen. Die Kapitalverhältnisse der Gesellschaft haben sich bei diesem Vorgang nicht verändert, die Aktien haben ihren inneren Wert behalten, äusserlich aber sind sie leichter und wieder marktgängig geworden. Wenn man die Aktie zu einer weitverbreiteten Anlageform machen will, dann muss auch für die Gestaltung eines allgemein erschwinglichen Kaufpreises

72 Für die Bundesrepublik Deutschland mag als in dieser Hinsicht interessanter Versuch der Handel und die amtliche Notierung der seit dem 27. September 1961 an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassenen 17 857 851 Stück nennwertloser Stammaktien der ITT International Telephone and Telegraph Corporation, New York, gelten. — Die Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 230 vom 4. Oktober 1961 schreibt aus diesem Anlass: „Auch vom markttechnischen Standpunkt kann die Börseneinführung der ITT-Aktie als gewisser Markstein angesehen werden. Zum ersten Male wird nunmehr täglich eine Aktie in Deutschland notiert werden, die keinen Nennwert hat. Das ist geradezu ein Einbruch in die bisherigen Grundsätze des deutschen Börsenhandels".
Neben dieser amerikanischen nennwertlosen Aktie (variables Grundkapital) wird an deutschen Wertpapierbörsen in Kürze auch die andere Art der nennwertlosen Aktie (feststehende Anteilsquote bei festgesetztem Grundkapital) gehandelt werden. Ein Bankenkonsortium unter Führung der Dresdener Bank AG hat gerade die Zulassung der 3,1 Millionen Stück nennwertloser Inhaberaktien der belgischen Aktiengesellschaft Gevaert Photo-Producten N. V. zum amtlichen Handel an den Börsen zu Düsseldorf und Frankfurt beantragt; vgl. Frankfurter Allgmeine Zeitung Nr. 289 vom 13. Dezember 1961, S. 18, und Industriekurier Nr. 193, 14. Dezember 1961, S. 8.

73 Es besteht keine Begrenzung durch einen Mindestnennwert.

Sorge getragen werden. Mit der gesetzlichen Einführung einer nennwertlosen Aktie würden sich in dieser Hinsicht im Gegensatz zu der in Deutschland herrschenden Nennwertaktie erhebliche Vorteile bieten.

ac) Die Dividende

Die in Deutschland bisher geübte Praxis, Dividenden in Prozenten des Nennwertes anzugeben, hat besonders in den letzten Jahren zu Dividendensätzen geführt, die einem mit der Geldanlage in Aktien nicht gut vertrautem Publikum — und solches ist ja noch die Mehrheit — oft ausserordentlich hoch erscheinen müssen. Auch hier ist es dem als Bezugsgrösse dienenden Nennwert zuzuschreiben, dass es in weiten Teilen der Bevölkerung, der Arbeitnehmerschaft, ja selbst in politischen Debatten unter Leuten, die besser Bescheid wissen sollten, zu bedenklich irrigen Vorstellungen über die Gewinnlage zahlreicher Aktiengesellschaften gekommen ist.

Ein Dividendensatz von 18 % bietet einem Aktionär, der sich eine Aktie des betreffenden Unternehmens zum Kurs von 450 % gerade angeschafft hat, nur eine effektive Verzinsung von 4 %, nur wenig mehr also, als er bei risikoloser Anlage des gleichen Kapitals auf einem Sparkonto erhalten hätte. Einem Arbeiter desselben Unternehmens aber, der um die Zusammenhänge nicht weiss, wird ein Dividendensatz von 18 % als zu hoch erscheinen, als ein „ungerechtfertigter Gewinn, der in keinem Verhältnis zu seinem Arbeitslohn steht".

Selbst intensive Versuche einer Aufklärung in dieser Beziehung haben bisher zu keinem Erfolg geführt.

Die Erklärung von Dividenden in Prozent des nominellen Grundkapitals entspricht indessen auch nicht entfernt den wirtschaftlichen Gegebenheiten. Die richtige Bezugsgrösse für den Gewinn des Unternehmens kann nur der gesamte Kapitaleinsatz sein. Auch die oft ausserordentlich hohen Rücklagen — sie machen mitunter ein Mehrfaches des Aktienkapitals aus — müssen neben den Rückstellungen und anderen Teilen des Unternehmungskapitals in die Rechnung einbezogen werden.

Dass es in der Nachkriegszeit in Deutschland bei vielen Gesellschaften zu verzerrten Kapitalverhältnissen gekommen ist, hat mancherlei Gründe. Kropff [74] führt an, dass viele Unternehmen in (zu) vorsichtiger Beurteilung ihrer künftigen Geschäftsaussichten ihr Grundkapital in der DM-Eröffnungsbilanz zu niedrig angesetzt haben. Die dann einsetzende sehr günstige wirtschaftliche Entwicklung, zudem in manchen Fällen die Rückgabe von Auslandsvermögen, ferner die durch die Schwäche des Kapitalmarktes mitbedingte Selbstfinanzierung hätten dazu geführt, dass das Grundkapital häufig nur

74 Vgl. Kropff: Die kleine Aktienrechtsreform und die mit ihr verbundenen steuerrechtlichen Massnahmen; in Das Wertpapier Nr. 4, 1960, S. 205 ff.

noch einen Bruchteil der wirklichen Eigenmittel der Gesellschaft erreicht. Mit diesen Eigenmitteln wird der Gewinn der Unternehmung erwirtschaftet. Schlüssel der Gewinnverteilung aber ist das Grundkapital geblieben. Dass ein solches Verhältnis in vielen Fällen dann auch zu einer optisch bedingten besonderen „Dividendenpolitik" (nur teilweise Ausschüttung des Gewinnes bei weiterer Thesaurierung) führen musste, liegt auf der Hand.

Ein besonders krasses Beispiel für die Wirkungen solcher ungesunden Verhältnisse auf Kursbildung und Dividendenpolitik vermittelt die Berliner Bank AG [75]:

„Der Aktienkurs einer Gesellschaft, deren Reserven das Zehnfache des Aktienkapitals ausmachen, müsste, wenn man einmal vom reinen Substanzwert ausgeht, bei 1100 Prozent stehen. Wenn dieses Papier eine Rendite von sagen wir nur $5^1/_2$ Prozent abwerfen soll, dann müsste der Dividendensatz 60 Prozent (immer vom Nominalwert) sein. Selbst wenn an den deutschen Börsen ein Kurs von über 500 Prozent für diese Aktien notiert werden würde, ein Kurs, den die meisten von uns — im Nennwert-Denken befangen — schon als ungesund hoch empfinden würden, wäre das Papier um die Hälfte unterbewertet. Und gar die Dividende: als angemessene Verzinsung des Nominalkapitals würde sie bestimmt nicht über 15 Prozent festgesetzt werden und damit sogar nur ein Viertel der echten Ausschüttung betragen. Wegen des falschen Kurses würde dann die (falsche) Rendite dieses erstklassigen Papiers unter 3 Prozent liegen".

„An diesem Beispiel", so stellt die Berliner Bank AG hierzu mit Recht fest, „kann jeder erkennen, wie sinnlos es ist, den Nominalwert einer Aktie zur Bezugsgrösse für den Kurs und für die Dividende zu machen".

An Rat und Tat zur Normalisierung dieses Zustandes hat es nicht gefehlt. Durch Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln — Ausgabe von sogenannten Berichtigungsaktien — konnten die Unternehmen ihr Grundkapital dem wahren Vermögensstand angleichen [76]. Auch echte Kapitalerhöhungen zu niedrigen Emissionskursen haben das Bild entzerren helfen.

Viele Unternehmen haben die gebotenen Möglichkeiten wahrgenommen. Zahlreiche andere aber, die selbst im Nennwertdenken befangen waren oder das Publikum so einschätzten, haben sich jedoch nicht zu dieser Lösung entschliessen können. Es schien ihnen nicht möglich (wiederum „verzerrte Optik") auf ein derart erhöhtes Grundkapital noch die gleichhohe Prozentdividende zu zahlen; sie scheuten die Gefahr, in der Folgezeit vielleicht einmal unter den Dividendensatz eines Konkurrenzunternehmens zu geraten („Branchenoptik").

Für die zahlreichen Spannungen, die sich auf Grund nicht auszutreibender irriger Vorstellungen über die Höhe eines Gewinnes im sozialen und wirt-

75 Vgl. Berliner Bank AG: Stiefkind Kapitalmarkt; in eigener Broschüre „Die Börse 1957", Berlin 1958, S. 13; angeführt bei Schupp, Roland: Von der Nennwertaktie zur Quotenaktie, a. a. O., S. 83.

76 Vgl. Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und die Gewinn- und Verlustrechnung vom 23. Dezember 1959 (Bundesgesetzblatt I 789).

schaftlichen Bereich, unter Sozialpartnern und Geschäftspartnern ergeben haben und möglicherweise verstärkt ergeben werden, kann nur das Nennwertsystem mit einem Nennbetrag als Bezugsgrundlage auch für die Dividende verantwortlich sein [77].

Als echter Ausweg aus dieser Situation empfiehlt sich auch hier die Einführung der nennwertlosen Aktie. Die Benennung der Dividende würde künftig statt in Prozenten des Nennwertes in Deutscher Mark pro Stück erfolgen.

Eine Dividende von 25 DM auf eine nennwertlose Aktie zum Börsenkurswert von 500 DM kann dann nicht falsch gedeutet werden wie eine solche von 25 % bei einer Nennwertaktie mit einem Nennwert von 100 DM und einem Börsenkurs von 500 %. Die Kapitalverzinsung beträgt in beiden Fällen 5 %. Von Gegnern der Einführung der nennwertlosen Aktie in Deutschland [78] sind die mit der Beziehung einer Dividende auf den Nennwert verbundenen Gefahren anerkannt worden. Grussendorf [78] hat vorgeschlagen, bei der Veröffentlichung nomineller Dividenden in Geschäftsberichten, wirtschaftlichen Publikationen und Tageszeitungen jeweils auch „die tatsächliche Rendite nach dem letzten Börsenkurs" hinzuzusetzen. Dieser Vorschlag könnte vielleicht als kurzfristige Übergangslösung ausgeführt werden. Grundsätzlich wäre ihm nicht beizustimmen, soll doch gerade das überholte Nennwertsystem den Vorteilen der heutigen Verhältnissen weit besser entsprechenden Aktie ohne Nennwert weichen.

Wenn man also auch besonders wegen der seit jeher kritischen Frage des Gewinnausweises vom unwahren Nennwertsystem abgeht und zur nennwertlosen Aktie greift, dann wird damit vielfacher Anlass zu Falschdeutungen, vielfacher Zündstoff besonders im Verkehr der Sozialpartner Arbeitgeber und Arbeitnehmer ausgeräumt; insofern „dient die nennwertlose Aktie geradezu dem sozialen Frieden" [79].

b) Die Frage der Vergleichbarkeit von Aktien — Neue Bewertungsmethoden ermöglichen einen wirklichen Vergleich

Das Aktienrechtsreferat des Bundesjustizministeriums [80] hatte zur Begründung der Ablehnung der nennwertlosen Aktie einen angeblich wichtigen Vorteil der Nennwertaktie herausgestellt und unter anderem ausgeführt:

77 Insbesondere der Gesichtspunkt der Dividendenoptik hat in England die Erörterung der nennwertlosen Aktien ausgelöst und dazu geführt, dass die Untersuchung der Frage der Einführung nennwertloser Aktien Kommissionen übertragen worden ist. Vgl. S. 30 ff.

78 Vgl. Grussendorf, Werner: Wäre die Stückaktie ein Fortschritt? in Industriekurier Nr. 78 vom 21. Mai 1995, S. 2. — Nach Grussendorf soll der Nennwert jedoch als Grundlage für Börsenkurse und Dividendenerklärungen bestehen bleiben.

79 Vgl. Flechtheim, Julius: a. a. O., S. 108.

80 Vgl. S. 41 f.

„Wer die Aktie popularisieren will, muss dem Geldanleger nicht nur ermöglichen, Kaufpreis und Rendite der Aktie festzustellen, sondern ihm auch Vergleichsmöglichkeiten mit anderen Kapitalanlagen und anderen Aktien geben. Dies geschieht besser durch die heutige Prozentnotierung als durch die Stücknotierung".

Diese Auffassung von einer erleichterten Vergleichbarkeit einer Nennwertaktie mit ebensolchen Aktien anderer Gesellschaften hatte sich auch der Arbeitskreis Aktienrechtsreform der Innenminister der Länder[81] zu eigen gemacht. Der Bundesverband des privaten Bankgewerbes führte in seiner 1958 erschienenen Denkschrift[82] noch aus, dass ein durch die nennwertlose Aktie bedingtes Abgehen von der Technik der prozentualen Berechnung in den Aktienkursen wieder zu mannigfachen Täuschungen und Irrtümern bei der Beurteilung eines Unternehmens und des Wertes seiner Aktien führen könne. Auf den besonderen Vorteil des leichten Wertvergleiches bei Nennwertaktien — demgegenüber wird ein entsprechender Nachteil bei der nennwertlosen Aktie gesehen — weisen ferner Grussendorf, Kropff und andere Autoren hin. Auch im Fachgespräch ist dieses Argument vielfach zu hören, so dass im folgenden ausführlicher darauf eingegangen werden muss.

Im einzelnen wird die genannte Ansicht so begründet[83]:

Alle Aktien mit Nennwert haben den gleichen Ausgangspunkt, nämlich einhundert Prozent (= einhundert Währungseinheiten oder ein Vielfaches davon). Damit ergibt sich ein Vergleich, und zwar einmal der Aktien miteinander, zum anderen mit sonstigen Anlagemöglichkeiten (Obligationen, Staatspapiere, Anleihen, Pfandbriefe, die stets auf Nennwertbeträge lauten, in Prozenten notiert werden wie auch ihre Verzinsung in Prozenten angeben: Es ist übersichtlich, festverzinsliche Werte mit Aktien zu vergleichen).

Die Börsenkurse von Aktien zeigen, da sie von dem gleichen Ausgangspunkt herkommen, Entwicklungslinien an, die zwar im einzelnen von verschiedenen Umständen bestimmt sein können, die aber doch erkennen lassen, ob diese günstiger oder ungünstiger Art waren. Durch einen Vergleich mit dem allgemeinen Kursniveau und den Kursen ähnlicher Unternehmen lässt sich ohne Schwierigkeiten für den gewöhnlichen Aktienerwerber ein gewisses Bild gewinnen; die wichtigen Daten Kurs und Dividende liegen im Kurszettel offen:

Sähe man also im Kurszettel eines Prozentsystems Kurse von 700 % oder 110 %, so sei das aufschlussreich. Das ergäbe, dass das erste Unternehmen über eine hohe Ertragskraft verfüge und auch für die Zukunft günstig beurteilt würde. Der hohe Kurs deute zugleich an, dass ein grosser Teil dieser positiven Entwicklungsmomente schon eskomptiert sei. Für das andere Unter-

81 Vgl. S. 42.
82 Vgl. S. 43.
83 Vgl. Grussendorf, Werner: Wäre die Stückaktie ein Fortschritt? a. a. O., S. 2.

nehmen zeichneten sich negative Faktoren ab, die Ertragslage sei geschwächt, grössere Reserven seien nicht angesammelt.

Dass dagegen die nennwertlose Aktie eine solche Vergleichsmöglichkeit nicht bietet, wird ihr der Nennwertaktie gegenüber vielfach als Nachteil ausgelegt. Die Eignung nennwertbezogener Börsenkurse (wie auch Dividenden) zur Wertermittlung von Aktien und zu einem darauf aufbauenden Wertvergleich muss jedoch stark bezweifelt werden [84].

Dass der Börsenkurs Wertmesser für eine Aktie und entsprechend die Bewertung eines Unternehmens sein soll, ist abzulehnen. Ein Börsenkurs kann nicht aussagen, was eine Aktie wert ist, sondern lediglich, wieviel man an der Börse dafür gerade bezahlt. Zur Ermittlung des wirklichen Wertes muss also anders vorgegangen werden.

Der in der Tat leicht durchzuführende Vergleich der reinen nennwertbezogenen Börsenkursnotierungen verschiedener Aktien kann indessen auch nur zu falschen Schlüssen führen.

Werden zum Beispiel die Börsenkurse der Aktien eines Steinkohlenbergwerkes zu 150 % und einer Brauerei zu 750 % verglichen, so kann ein Anleger keineswegs daraus schon auf eine günstige oder ungünstige Tendenz für die Unternehmen schliessen; das Montanpapier mag ihm durchaus 6 % (nennwertbezogene) Dividende bringen, es kann über Reserven verfügen, welche die Höhe des Grundkapitals übersteigen, und seine Zukunftsaussichten brauchen nicht schlecht zu sein. Der Börsenkurs des bedeutend höher notierten anderen Betriebes kann dagegen auf einer augenblicklichen Hausse-Spekulation beruhen, sein innerer Wert und seine Ertragslage müssen nicht die besten sein. — Sollen aus der Tatsache, dass der zweite Wert fünffach „teurer" ist als das Montanpapier, etwa die obengenannten Schlüsse gezogen werden?

Werden dagegen — nach Uebbing [85] — die Aktien zweier Unternehmen zum gleichen Kurs notiert, kann das eine Unternehmen in gefährlichem Masse überbewertet, das andere aber sogar unterbewertet sein. Ein Kurs von 800 % müsste von vornherein den Eindruck einer hohen Bewertung erwecken. Das eine der beiden Unternehmen hat vielleicht neben seinem Grundkapital von 10 Millionen DM offene Reserven von 20 Millionen DM, es hat im Laufe der letzten zehn Jahre das Achtfache seines Grundkapitals in Anlagen investiert und voll abgeschrieben; es betreibt eine Produktion, die für die kommenden Jahre im Zentrum wachsender Nachfrage steht, mit der Chance wachsender Erträge.

In dem anderen Unternehmen wird bei einem gleichhohen Kursniveau von der Liquidation gesprochen!

84 Auf die Trugschlüsse, zu welchen diese Begriffe ausserdem führen können, ist im Vorhergehenden schon hingewiesen worden.

85 Vgl. Uebbing, Helmut: Die Nennwertaktie ist ein gefährliches Übel; in Deutsche Zeitung Nr. 49 vom 27./28. Februar 1960, S. 11.

Oder: Von zwei Unternehmen mit dem Börsenkurs von 800 % und 80 % hat das erste sein Grundkapital gerade 10 : 1 zusammengelegt, das zweite wird die Sanierung im gleichen Verhältnis demnächst durchführen!

Matthiensen [86], Vorstandsmitglied der Dresdner Bank AG, begründet seine Ablehnung der Vergleichsmöglichkeit nennwertbezogener Börsenkurse wie folgt:

„Die Möglichkeit einer zutreffenden Beurteilung, ob der Kurs einer Aktie hoch oder niedrig ist, wird durch die Angabe des Nennbetrages in keiner Weise gesteigert. Der Nennbetrag sagt weder aus, wie hoch die auf die Aktie geleistete Einzahlung war, noch unterrichtet er über den Umfang des Mitgliedschaftsrechts. Die Zahl der Stimmen, die der Nennbetrag gewährt, und ihr Verhältnis zu den übrigen Stimmrechten kann nur mit Hilfe der Satzung und einer zusätzlichen Berechnung ermittelt werden.

Der Nennbetrag sagt schliesslich auch nichts darüber, wie hoch der Vermögenswert der Aktie zu veranschlagen ist. Das einzige, was die Nennwertaktie an Vergleichsmöglichkeiten bietet, ist die primitive Feststellung, dass eine Aktie der Gesellschaft X im Nennbetrag von 100.— DM an der Börse mit 250 bewertet wird und eine Aktie der Gesellschaft Y mit dem Nennbetrag von 100.— DM einen Börsenkurs 1000 hat. Warum dies der Fall ist, kann ich aber aus dem Nennwert nicht entnehmen. Da der Nennwert sich mit dem tatsächlich eingezahlten Betrag nicht zu decken braucht — es kann ein erhebliches Aufgeld gefordert oder das Kapital der Gesellschaft einer erheblichen Herabsetzung unterzogen worden sein — kann ich aus den Prozentkursen noch nicht einmal mit Sicherheit ableiten, ob die verschieden hohen Prozentkurse auf ein gutes oder schlechtes Arbeiten der Gesellschaft zurückzuführen sind".

Derartige Kursvergleiche haben also keinen Sinn! Sie können auf breiter Front für die Volkswirtschaft sogar gefährlich werden, wenn die Öffentlichkeit sich bei ihren Investitionen von der sogenannten Branchenoptik leiten lässt. Das auf dem Wege des oben empfohlenen Vergleichs mit dem allgemeinen Kursniveau und den Börsenkursen ähnlicher Unternehmen „vom gewöhnlichen Aktienerwerber gewonnene Bild kann sich nämlich dahingehend auswirken, dass die Kurse von Unternehmen mit gleichartigem Produktionsprogramm zu sehr nivelliert werden, anstatt dass bei einer Anlagewahl von der Ertragskraft, dem Management und den Zukunftschancen des einzelnen Unternehmens ausgegangen wird. Somit entsteht beim Aktionär das Gefühl, dass auch weniger gut florierende Gesellschaften sich dem Kursanstieg des führenden Unternehmens unbedingt anschliessen müssten" (Handelsblatt).

Dass die Aktie ohne Nennwert einen „so einfachen" Vergleich von Aktien auf der Grundlage eines gemeinsamen Ausgangspunktes, des Nennwertes von einhundert Prozent, nicht ermöglicht, wird ihr in weiten Kreisen als Nachteil angerechnet. Allerdings könnten bei Verwendung der nennwertlosen Aktie in Deutschland die Börsenkurse der Aktien zweier in etwa gleichwertiger

[86] Vgl. Matthiensen, Ernst: a. a. O., S. 777.

Unternehmen stark voneinander abweichen — je nach Anzahl der ausgegebenen nennwertlosen Anteile und einem möglicherweise inzwischen erfolgten Splitting. Das System der nennwertlosen Aktie bedient sich anderer Wertbeziehungen, jedoch solcher, die sich als wirklich brauchbare Grundlage für einen Vergleich der Aktien verschiedener Unternehmen erweisen.

Eine Reihe von Hilfsmitteln, ihnen voran die vor allem in den Vereinigten Staaten bekannte price-earning-ratio (das Verhältnis von Kurs zu Gewinnen) ermöglichen die exakte Bewertung. Dass bei diesen Verfahren ein Ertragsdenken bestimmend sein muss, liegt in der Natur der Aktiengesellschaft „als ökonomischem Zweckverband zur Erzielung von Gewinnen unter Inkaufnahme der marktwirtschaftlichen Risiken". Denn wie alle Faktoren, die bei der Gütererstellung zusammenwirken, danach beurteilt werden, welchen wirtschaftlichen Erfolg das Unternehmen aus ihrer Mitwirkung erzielt, so muss das Kapital, das in einzelne Aktien aufgeteilt ist, mit dem gleichen Mass gemessen werden; der Wert der einzelnen Aktien kann nur danach sicher beurteilt werden, wie hoch der auf sie entfallende Anteil am Gewinn des Unternehmens in der letzten Berichtsperiode war, was das beste Indiz für die zukünftige Ertragserwartung ist [87].

Der von einem Unternehmen mit seinem Gesamtkapital im letzten Berichtsabschnitt pro ausgegebene Aktie erzielte Reingewinn wird mit dem Börsenkurs der Aktie in Beziehung gesetzt. Es wird eine Verhältniszahl, der sogenannte Wertfaktor, errechnet [88]. Der Wertfaktor gibt an, wie oft der auf die einzelne Aktie entfallene Gewinn in ihrem Aktienkurs enthalten ist.

Vergleicht man nun die Wertfaktoren verschiedener Unternehmen, so sind damit Vergleichsmöglichkeiten gegeben, die auf Realitäten beruhen.

Neben den Wertfaktor müssen zur Aktienbewertung natürlich noch andere Masstäbe treten:

Die Bilanzverhältnisse sind zu berücksichtigen. Es interessiert den Anleger, welchen Betrag die Gesellschaft den Reserven zuweist. Neben dem Ertrag besonders wichtig sind die Wachstumschancen des Unternehmens [89] und das Ansehen der Geschäftsleitung. Zur Börsenkursbildung tragen dann auch andere Faktoren bei, nämlich zufällige Gegebenheiten des Aktienmarktes, bisweilen auch die Verfassung des Geldmarktes.

Eine derartige Bewertung, die mit dem System der nennwertlosen Aktie eng einhergeht, war in Deutschland bisher nicht üblich, wäre allerdings auch nicht möglich gewesen. Die Methoden der Rechnungslegung deutscher Unter-

87 Vgl. Claussen, Carsten P. : a. a. O., S. 2131.

88 „Gesamteigenmittel zu Gesamtgewinn — vor und nach Steuern".

89 Vgl. Guthmann, Harry G., und Dougall, Herbert E. : Corporate Financial Policy, New York 1955 (3. Auflage). — Nach Guthmann und Dougall „ergibt sich ein vernünftiger Marktwert im allgemeinen eher daraus, dass man den Wert auf der Grundlage der erwarteten Gewinne abschätzt, als dass man die Aktiva aufaddiert und die Schulden abzieht".

nehmen liessen den vollen Gewinn nicht erkennen. Zur Anwendnug der price-earning-ratio ist hingegen eine genaue Kenntnis der Lage und Entwicklung einer Gesellschaft erforderlich. Die Höhe vorhandener stiller Reserven müsste bekanntgegeben werden (andernfalls wäre deren Legung gesetzlich zu verbieten) hinsichtlich der Über- oder Unterbewertung von Teilen des Gesellschaftsvermögens, über die Zusammensetzung des Gewinnes nach seinen betrieblichen und ausserbetrieblichen Quellen müsste den Aktionären volle Aufklärung gegeben werden.

In dieser Beziehung sind amerikanische Aktionäre weit besser gestellt als deutsche; über mangelnde Publizität ist in den Vereinigten Staaten kaum zu klagen.

Mit der sogenannten „Gläsernen Ertragsrechnung" im Rahmen der Kleinen Aktienrechtsreform in Deutschland soll hier allerdings Abhilfe geschaffen werden. Vor allem will man die Gewinn- und Verlustrechnung künftig durchsichtiger und aussagefähiger gestalten. Diese Massnahme liesse sich schon als Übergang zum Ertragsdenken und zu so wirklichkeitsnahen Aktien-Bewertungsmethoden wie der price-earning-ratio ansehen.

Aktiengesellschaften mit nennwertlosen Aktien könnten dann — gegebenenfalls gesetzlich dazu verpflichtet — im Geschäftsbericht, bei der Veröffentlichung des Jahresabschlusses sowie in allen Börsenprospekten auch in Deutschland ihren Aktionären die folgende Rechnung aufmachen (die Zahlen sind nur als Beispiel eingesetzt) [90]:

Reinvermögen am Bilanzstichtag		36 000 000.—
Zahl der Aktien am Bilanzstichtag		100 000.—
Reinvermögen pro Aktie		360.—
Jahresüberschuss:		
Dividendensumme	1 200 000.—	
Zuweisung zur freien Rücklage	600 000.—	1 800 000.—
Jahresüberschuss pro Aktie		18.—
Jahresüberschuss pro Aktie in Prozenten des Reinvermögens pro Aktie		5 %

Natürlich fordert eine mögliche Einführung des Systems der nennwertlosen Aktie wie auch die Art der dieser zugeordneten Wertermittlung Widerstände heraus. Solche sind bei Änderungen traditioneller Verhältnisse stets zu beobachten. Aber sollte hier nicht ein für heutige und künftige Verhältnisse als zweckmässig erkanntes System der Liebe und dem Hang zum Gewohnten vorzuziehen sein?

Die Behauptung kann nicht ernsthaft aufrechterhalten werden, der Vergleich nennwertloser Aktien setze erhebliche Kenntnisse voraus [91], die dem Publikum

90 Vgl. Börsenzeitung: Für die wahlfreie Zulassung der nennwertlosen Aktie; in Börsenzeitung Nr. 172 vom 8. September 1960.

91 Vgl. S. 42.

nicht zugemutet werden könnten. Will man denn in Deutschland die gefährliche falsche Kursvergleichung bei Nennwertaktien auch in Zukunft in Kauf nehmen, anstatt das Publikum an die Bewertung nennwertloser Aktien, die Millionen Amerikanern bereits voll geläufig ist, zu gewöhnen?
Man sollte sich eher dieser Meinung anschliessen: Wenn die Schalterbeamten der Kreditinstitute, die die Hand am Pulsschlag des Marktes halten, und das breite Publikum allmählich mit dem Gebrauch der obengenannten Schlüsselzahlen vertraut würden, so wäre damit wirklich eine bessere Basis für den Vergleich des Wertes von Aktien verschiedener Unternehmen gegeben, als das bei unserem heutigen System der Nennwertaktie der Fall ist[92].

c) *Die Aktie und das Unternehmen*

ca) Das Grundkapital

Die europäischen Aktiengesellschaften sind mit einem im voraus bestimmten Grundkapital ausgestattet, als dessen Hauptmerkmal die vom wirklichen Vermögen eines Unternehmens unabhängige Beständigkeit angesehen werden kann.
Einem festen Grundkapital ist auch in Deutschland seit jeher eine erhebliche Bedeutung zugemessen worden. Mit seiner Einrichtung und Erhaltung[93] glaubt man über ein besonders geeignetes Mittel zu verfügen, die Kapitalverhältnisse der Aktiengesellschaften unter Kontrolle zu halten und somit wesentlich zur Sicherung ihrer Gläubiger und Aktionäre beizutragen. Die Einrichtung und Erhaltung des festen Grundkapitals wurde vielfach — gerade im Zusammenhang mit dem Schutzgedanken — als ein „Grundpfeiler des Aktienrechts" bezeichnet; es entstand der Begriff einer „aktienrechtlichen Ethik"[94]. Als wichtigste Aufgabe des Gesetzgebers musste so die Bewahrung des Grundkapitals vor jeglicher Aushöhlung und Verwässerung erscheinen, eine Gefahr, die mit dem Wesen der Aktie ohne Nennwert verbunden schien. Die nennwertlose Aktie in ihrer vorzuschlagenden Form bedingt indessen keine Abkehr vom festen Grundkapital und dem darin begründeten Schutz für Gläubiger und Aktionäre. Sie einzuführen, würde vielmehr die Nachteile und Gefahren des Nennwertsystems[95] beheben und den Anteilscharakter der

92 Vgl. Börsen-Zeitung: Für die wahlfreie Zulassung der nennwertlosen Aktie, a. a. O.

93 Zur Sicherung des Grundkapitals dienen unter anderen die folgenden aktienrechtlichen Vorschriften: die Festsetzung eines Mindestkapitals, die Mindesteinzahlung für ausgegebene Aktien (100 DM), die Prüfung von Sacheinlagen, das Verbot der Unterpariemission, die Bildung einer gesetzlichen Rücklage von 10 Prozent des Grundkapitals, das Verbot des Erwerbs eigener Aktien, die Meldepflicht bei Verlust des halben Aktienkapitals, ferner die Vorschriften über die Kapitalherabsetzung.

94 Vgl. Boesebeck, Ernst: Die nennwertlosen Aktien (Gutachten); in Der Betriebsberater Nr. 2, 1960, S. 73.

95 Vgl. S. 45 ff.

Aktie klar hervortreten lassen. Das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital kann leichter und eindeutiger als bisher in Beziehung zum gesamten damit erwirtschafteten Gewinn gebracht werden. Das wiederum ermöglicht eine wirklichkeitsnahe Bewertung der Aktie und der Unternehmung.

Bei der Verwendung der amerikanischen, der „echten" nennwertlosen Aktie müsste von einem festgesetzten Grundkapital abgegangen werden. In einem solchen Fall gibt eine Aktiengesellschaft nennwertlose Aktien aus, ohne den Betrag ihres Grundkapitals statutenmässig festgelegt zu haben[96]. Der Gesellschaft fliesst der Gegenwert zu, der sich bei Ausgabe ihrer Aktien unter den gegebenen Marktverhältnissen erzielen liess. Bei diesem System kommt der Frage gewissenhafter Bilanzierung des Gegenwertes besondere Bedeutung zu.

Für europäische Verhältnisse scheint jedoch die Verwendung der sogenannten „unechten" nennwertlosen Aktie, der Quotenaktie, geeigneter. Sie entspricht dem in europäischen Aktienrechten tief verwurzelten Prinzip des festen Grundkapitals, sie würde zugleich die mit dem Nennwertsystem verbundenen Probleme vollauf lösen. In diesem Fall gibt die Aktiengesellschaft nennwertlose Aktien aus, hält jedoch am ziffernmässig im Statut festgesetzten Grundkapital fest. Dieses System ist insbesondere im belgischen Recht verwirklicht[97] worden.

Die Vorzüge einer nennwertlosen Aktie lassen sich also sehr wohl mit der durch ein festgelegtes Grundkapital gebotenen Sicherung verbinden. Die Schutzmassnahmen des geltenden Rechts, insbesondere das Verbot der Unterpariemission, das Verbot einer Rückzahlung von Aktienkapital, die Sicherung der Mindesteinzahlung und andere können durchaus beibehalten werden.

Ein Beispiel für die praktische Verwendung der nennwertlosen Aktie bei festgelegtem Grundkapital vermittelt die Börsen-Zeitung[98]:

In der Praxis würde es sich bei der Einführung der nennwertlosen Aktie ergeben, dass auf der Passivseite der Bilanz einer Aktiengesellschaft ein in der Satzung festgesetztes Kapital ausgewiesen wird, das sich aus der Zahl der ausgegebenen Aktien, multipliziert mit dem (von der Satzung bzw. der die Aktienkapitalerhöhung beschliessenden Hauptversammlung vorgeschriebenen) entsprechenden Ausgabepreis errechnet. Der im Geschäftsjahr erzielte Reingewinn wäre nach Rücklagendotierung auf die ausgegebenen Anteile umzulegen und als Dividende, ausgedrückt in Deutscher Mark je Stück, zu verteilen. Damit käme es auch wieder zu einem echten Ertragdenken bei der Aktie, denn die wesentlichste und auffälligste Beurteilungsgrundlage wäre

96 Vgl. Coing, Helmut, und Kronstein, Heinrich: a. a. O., S. 19.
97 Vgl. Coing, Helmut, und Kronstein, Heinrich: a. a. O., S. 19.
98 Vgl. Börsen-Zeitung: Ein Votum für die nennwertlose Aktie; in Börsen-Zeitung Nr. 167 vom 1. September 1960.

dann die Relation „Dividende : Kurs" bzw. „Gewinn : Kurs", wenn man den einbehaltenen Gewinn in die Rechnung mit einbezieht.

Beispiel:

Nach Einführung der nennwertlosen Aktie erscheint in der Bilanz der Aktiengesellschaft X ein Betrag von 150 000 000 Deutsche Mark als Aktienkapital. Dieser Betrag kann sich errechnen aus 3 Millionen Aktien, die für einen Betrag von 50 DM je Stück verkauft werden. Es wäre jedoch möglich, dass 3 Millionen Aktien zu je 40 DM verkauft wurden. Die Gesellschaft hat jedoch günstig gearbeitet und hohe Gewinnreserven angesammelt. Davon wurden im Laufe der Zeit insgesamt 30 000 000 DM auf Kapitalkonto übertragen, ohne dass sich die Zahl der umlaufenden Anteile erhöht hätte.

Mit den 150 000 000 DM Grundkapital würden 21 Millionen DM erwirtschaftet, womit auf jede einzelne Aktie ein Betrag von 7 DM als Dividende ausgeschüttet werden könnte. Die Ertragskraft der nennwertlosen Aktie würde sich dann durch einen „Dividendenfaktor" oder „Wertfaktor" ermitteln lassen.

a) Dividendenfaktor:

Der angenommene Preis einer nennwertlosen Aktie betrage 80 DM. Die Dividende von 7 DM wäre demnach 11,4mal im Kurs enthalten. Dividendenfaktor = 11,4.

b) Wertfaktor:

Da der Gewinn jedoch nicht nur aus dem verteilten Reingewinn besteht, sondern je nach Konjunkturlage und entsprechend der besonderen Situation der Gesellschaft ein verschieden grosser Betrag den Rücklagen zufliesst, ist es für den Vergleich von Unternehmen angebracht, einen Wertfaktor zu ermitteln:

ausgeschütteter Betrag je Aktie	7 DM
restlicher Teil des Gewinns (einbehalten) je Aktie	3 DM
Gewinn je Aktie	10 DM

Bei einem Börsenkurs von 80 DM je Aktie ergibt dies einen Wertfaktor von 8.

Sollte der Kurs der Aktie zu schwer werden, so hätte die Gesellschaft jederzeit die Möglichkeit, ein Splitting vorzunehmen, bei welchem die Umlauffähigkeit des Papiers erhöht würde, da nach Absinken des Kurses nun auch breitere Bevölkerungsschichten die Möglichkeit zum Kauf dieses Papiers hätten.

cb) Die Erhöhung des Grundkapitals

Eine Erhöhung des Grundkapitals bereitet auch bei der Verwendung von Aktien ohne Nennwert keine Schwierigkeiten. Zu unterscheiden sind wieder

die zwei Arten nennwertloser Aktien, die amerikanische nennwertlose Aktie und die nennwertlose Aktie mit feststehender Quote bei festem Grundkapital. Ihre wichtigen Unterschiede, bewegliches oder starres Kapitalkonto sowie die Bestimmung des Ausgabepreises für neue Aktien, begründen hier die voneinander abweichenden Verfahren bei der Erhöhung des Grundkapitals.

Bei der amerikanischen nennwertlosen Aktie gibt es mehrere Wege das Kapital zu erhöhen. Wegen des beweglichen Kapitalkontos wirkt sich bereits ein nicht ausgeschütteter Gewinn als Kapitalerhöhung aus. Im allgemeinen wird das Kapital doch auch bei dieser nennwertlosen Aktie durch Ausgabe neuer Anteile erhöht. Werden zu bereits umlaufenden 5000 Aktien noch 2000 weitere von einer Gesellschaft ausgegeben, so beträgt der Anteil der einzelnen Aktie eben nicht mehr ein Fünftausendstel, sondern ein Siebentausendstel am Vermögen des Unternehmens.

Grösste Freiheit besteht bei der amerikanischen nennwertlosen Aktie hinsichtlich ihres Ausgabepreises: no par shares werden gewöhnlich zum Börsenkurs ausgegeben oder zu einem vom board of directors festgesetzten Preis oder zu dem Gegenwert, der von der Mehrheit der stimmberechtigten Aktionäre des betreffenden Unternehmens verlangt wird. — Vom tatsächlichen Erlös der neu ausgegebenen Anteile hängt schliesslich ab, wieviel dem Kapitalkonto zugeführt werden kann.

Anders verhält sich das bei der nennwertlosen Aktie mit feststehender Quote und festem Grundkapital. Die Beibehaltung des starren Grundkapitals und der damit verbundenen Schutzfunktion entspricht einem in europäischen Staaten tief verwurzeltem Bedürfnis. Wird also bei Verwendung einer nennwertlosen Aktie auch das Verbot der Unterpariemission aufrechterhalten, so könnte — entsprechend dem Beispiel der Börsen-Zeitung[100] — bei einer Erhöhung des Grundkapitals wie folgt verfahren werden:

Bei dem genannten vorhandenen Grundkapital von 150 000 000 DM, welches in 3 Millionen ausgegebene Aktien eingeteilt ist, liegt die untere Grenze des Ausgabepreises für junge Aktien bei 50 DM. Die obere Grenze ist durch den Börsenkurs gegeben, in diesem Falle 80 DM pro Stück. Der Ausgabepreis für die jungen Aktien wird dann im einzelnen von der Gesellschaft festgelegt. Bei einem vorgesehenen Ausgabepreis von 60 DM für die junge Aktie wären 50 DM auf das Kapitalkonto zu verbuchen, die restlichen 10 DM wären den offenen Rücklagen zuzuweisen.

Bei dieser nennwertlosen Aktie steht im Gegensatz zur amerikanischen Form bereits vor der Emission der Mindestausgabepreis fest. Auch weiss man, um wieviel sich das Kapitalkonto nach Abschluss der Kapitalerhöhung vergrössert haben wird. Insofern besteht zwischen dieser nennwertlosen Aktie und der herkömmlichen Nennwertaktie kein Unterschied.

100 Vgl. S. 61.

Die Vorzüge der Aktie ohne Nennwert gegenüber der Nennwertaktie werden aber sofort wieder offenkundig, wenn man sich an die oftmals unerfreulichen Diskussionen auf zahlreichen Hauptversammlungen der letzten Zeit erinnert: ein Streit zwischen Aktionären und Verwaltung um die Höhe des Ausgabe-(prozent)kurses junger Aktien ist allein dem zu irrigen Vorstellungen führenden Nennwertsystem zuzuschreiben.

Seit einiger Zeit haben die Verwaltungen zahlreicher Aktiengesellschaften bei Ausgabe junger Aktien einen bedeutend über pari liegenden Bezugskurs vorgeschlagen. Sollten zum Beispiel — bei einem Börsenkurs der alten Aktien der Gesellschaft von 600 Prozent — junge Aktien zu 300 Prozent ausgegeben werden, so führte das in den beschliessenden Hauptversammlungen in vielen Fällen zu stärkster Kritik an der Verwaltung, und nicht wenige Stimmen bestanden auf einem Ausgabepreis von 100 Prozent oder jedenfalls nur wenig darüber.

Bei der Verwendung nennwertloser Aktien kann es zu solchen Trugschlüssen nicht kommen; denn werden bei einem Börsenstückpreis von gleichfalls 600 DM junge Aktien zum Stückpreis von 300 DM ausgegeben (gegebenenfalls im gleichen Verhältnis nach einem Splitting 3 zu 1: Börsenkurs der alten Aktien 200 DM und Ausgabepreis der jungen 100 DM), so kann die Verwaltung der Gesellschaft durchaus mit der Zustimmung ihrer Aktionäre rechnen. Fälschliches Nennwertdenken belastet die Atmosphäre auf der Hauptversammlung dann nicht mehr.

Natürlich wird weiterhin darüber diskutiert werden, in welchem Verhältnis etwa bei anderen Gesellschaften der Ausgabepreis für junge Aktien zum Börsenpreis ihrer alten Aktien steht und wie im Vergleich dieses Verhältnis beim eigenen Unternehmen ist. Die Verwaltung müsste sich zu solchen Anfragen verbindlich erklären. In der Regel wird aber der für die jungen Aktien geforderte Bezugspreis dem tatsächlichen Kapitalbedarf entsprechen.

Es ist überhaupt zu erwarten, dass die nennwertlose Aktie auch in dieser Hinsicht das Anteilsdenken des Aktionärs fördert. An den sogenannten günstigen Bezugsrechten — zu pari oder unweit davon — dürfte dann kein besonderes Interesse mehr bestehen, wenn sich der Aktionär dessen bewusst ist, dass solches zu Lasten des Wertes seiner alten Aktien geht. Der quotenmässige Ausdruck seiner Beteiligung am Gesamtvermögen des Unternehmens dürfte weit eher als die herkömmliche Nennwertaktie das Verständnis dafür erwecken, dass auch eine Anreicherung der Rücklagen geeignet ist, die Chancen seines Unternehmens zu verbessern.

Mit der nennwertlosen Aktie wäre auch die Frage der Berichtigungsaktien (Zusatzaktien, Gratisaktien) leichter zu lösen gewesen; die damit verbundenen Trugschlüsse hätten sich vermeiden lassen. Die irreführend sogenannten

Gratisaktien bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln [101] bedeuten keinerlei Werterhöhung für den Anteil des einzelnen Aktionärs an seinem Unternehmen. Als Ergebnis einer rein kontenmässigen Umbuchung bereits vorhanden gewesenen Kapitals („per Rücklagen an Grundkapital") ergibt sich am erhöhten Grundkapital lediglich ein entsprechend höherer Nennbetrag, der Aktionär erhält also „gratis", was er längst schon zu eigen hatte. Zu einer solch missverständlichen Optik mit allen ihren Auswirkungen wäre es bei Verwendung nennwertloser Aktien, die nur einen quotalen Anteil am Unternehmen zum Ausdruck bringen, nicht gekommen.

cc) Die Herabsetzung des Grundkapitals

Die Herabsetzung des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft kann folgende Gründe haben [102]:

1. Die effektive oder substantielle Kapitalherabsetzung zum Zwecke der Kapitalrückzahlung für den Fall, dass ein Unternehmen überkapitalisiert ist und Teile des Vermögens brachliegen. Der Herabsetzung des Grundkapitals in der Bilanz entspricht eine Vermögensausschüttung an die Aktionäre.
2. Die nominelle Kapitalherabsetzung zum Zwecke der Abschreibung einer durch inner- oder ausserbetriebliche Verluste entstandenen Unterbilanz.

Zur Durchführung einer solchen Kapitalherabsetzung dienen bei Verwendung von Nennwertaktien die drei Verfahren:

1. Die Verminderung des Nennwertes, Denomination genannt, wobei die Zahl der alten Aktien erhalten bleibt und lediglich eine dem Wert der Herabsetzung entsprechende anteilsmässige Kürzung des Nennwertes je Aktie erfolgt. Formell vollzieht sie sich durch den Umtausch oder durch Abstempelung.
2. Die Zusammenlegung. Bei der Nennwertaktie scheitert die vorstehend genannte Methode dann, wenn durch die Denomination der Nennwert einzelner Aktien unter einen eventuell vorgeschriebenen Mindestnennwert sinken würde. Deshalb verändert man den gesamten Aktienbesitz zahlenmässig, indem jeder Aktionär im Verhältnis der Herabsetzung von der Gesamtheit seiner eingereichten Anteile nur einen Teil zurückerhält. Der bei der Gesellschaft verbleibende Rest wird vernichtet.
3. Die Einziehung von Aktien auf dem Wege freiwilliger oder satzungsgemäss vorherbestimmter, zwangsweiser Amortisation. — Dieser Fall kann hier unberücksichtigt bleiben.

101 Vgl. Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und die Gewinn- und Verlustrechnung vom 23. Dezember 1959 (Bundesgesetzblatt I 789).

102 Vgl. Wolf, Harry: a. a. O., S. 85 ff; Beckmann, L.: Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, München 1949, S. 99 und S. 103 ff.; Hueck, A.: Gesellschaftsrecht, München und Berlin 1951 (3. Auflage), S. 173 ff.

Gegenüber den mit Nennwertaktien zu beschreitenden Wegen bietet die Verwendung der nennwertlosen Aktie bei der Kapitalzusammenlegung, mit welcher in der Regel doch die Sanierung eines Unternehmens bezweckt wird, wichtige Vorteile:

eine bedeutende Vereinfachung des Vorganges selbst und die nahezu völlige Ersparnis der damit bei Nennwertaktien verbundenen Aufwendungen.

Die vorhandene Unterbilanz kann bei einem in nennwertlose Aktien eingeteilten Grundkapital ohne das umständliche Verfahren einer förmlichen Kapitalherabsetzung beseitigt werden: der Verlust wird einfach zu Lasten des Kapitalkontos ausgebucht. Ohne gleichzeitig erforderliche Änderung der Anzahl der ausgegebenen nennwertlosen Aktien oder des Inhaltes (Aufdruck) der Aktienurkunden kann der Betrag des Grundkapitals geändert werden. Eine jede Aktie stellt auch nach der Kapitalzusammenlegung denselben quotalen Anteil am (verminderten) Gesellschaftsvermögen dar wie vorher. Die entsprechende Bewertungskorrektur erfolgt über den Börsenpreis, „die öffentliche Kursbildung ist auch hier das relativ beste Orientierungsmittel" [103]. Einen wichtigen Vorteil stellt auch die Ersparnis der bei Kapitalzusammenlegungen in Verbindung mit Nennwertaktien erforderlichen Aufwendungen dar, Aufwendungen, „die durch die notwendigen Bekanntmachungen und das Sammeln der über Länder verstreuten Aktienurkunden entstehen" [104], sowie durch die Herabstempelung oder den Umtausch in neue Stücke. Dieses umständliche und sehr kostspielige Verfahren bleibt dem Unternehmen und seinen Aktionären erspart; das kann bei einem grossen Aktionärkreis einen beachtlichen Betrag ausmachen.

Die Möglichkeit der vereinfachten Kapitalzusammenlegung und die damit gebotenen Einsparungen sind der nennwertlosen Aktie zweifellos als Vorteil gegenüber der Nennwertaktie anzurechnen. Als weiteren Vorteil der Aktie ohne Nennwert bei der Sanierung eines Unternehmens heben manche Autoren auch hervor, der vereinfachte, durchaus intern durchführbare Kapitalschnitt lasse sich relativ leicht geheimhalten, er brauche nicht mehr in aller Öffentlichkeit durchgeführt zu werden; damit könnten für die betreffende Gesellschaft kreditschädigende Folgen vermieden werden. — Diese Auffassung können wir jedoch nicht für richtig halten. Und würde die nennwertlose Aktie tatsächlich zu solchen Möglichkeiten führen, so wäre das eher als Nachteil anzusehen.

Die Tatsache einer notwendig gewordenen Sanierung wird ebenso bei Verwendung nennwertloser Aktien bald bekannt werden. Selbst einem Aussenstehenden bieten sich dafür hinreichend Kennzeichen (Börsenkurs, Geschäftsbericht und andere). Keinesfalls aber liesse sich denken, dass der „Makel des

103 Vgl. Theisinger, Karl: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmen, Stuttgart 1928, S. 95.

104 Vgl. Theisinger, Karl: a. a. O., S. 94.

Kapitalverlustes" den am Unternehmen direkt Interessierten, den Aktionären, den kreditgebenden Banken und Lieferanten verborgen bleiben könnte (und dürfte); denn zusammen mit der Belegschaft haben sie das Recht, über die Lage der Gesellschaft unterrichtet zu werden.

cd) Die Liquidation

Bei der Liquidation einer Aktiengesellschaft hat der Aktionär Anspruch auf einen seinem Aktienbesitz entsprechenden Anteil am verbleibenden Liquidationserlös. Bei diesem letzten Vorgang im Leben eines Unternehmens, der Verteilung der restlichen Vermögenswerte, tritt der Charakter einer Aktie als quotaler Anteil am gesellschaftlichen Reinvermögen noch einmal deutlich hervor.

Ein der Aktie aufgedruckter Nennbetrag ist auch hier sinnlos; er stellt keinen Forderungsbetrag dar. Und die letzte Ausschüttung pro Aktie wird sich ihrer Höhe nach kaum jemals mit deren Nennwert decken, und wenn, dann rein zufällig.

Während zur Verteilung des restlichen Gesellschaftsvermögens bei Nennwertaktien ein rechnerischer Umweg über die Nennwerte als Verteilungsschlüssel zu nehmen ist, gibt die Gesamtzahl der ausgegebenen gleichberechtigten nennwertlosen Aktien den Quotienten auf direktem Wege an. Auf einen Nennwert kann also auch bei der Liquidation eines Unternehmens vorteilhaft verzichtet werden.

4. Die technische Handhabung der nennwertlosen Aktie

Gegen die nennwertlose Aktie wird mitunter auch eingewandt, sie werde im bank- und börsentechnischen Bereich zu Schwierigkeiten führen. Das ist nicht anzunehmen. Vielmehr darf erwartet werden, dass die nennwertlose Aktie — sobald sie sich eingespielt hat — gegenüber dem jetzigen System sogar Vereinfachungen und Erleichterungen zulässt. Natürlich würde ihre Einführung eine gewisse technische Umstellung bei Banken und Börsen erfordern. Dabei handelt es sich aber vorwiegend um Gewöhnungsfragen ohne besondere Probleme. Zweckmässig und vorteilhaft liessen sich dann wahrscheinlich auch die Erfahrungen nutzen, die in jahrzehntelanger Praxis in den Vereinigten Staaten und in Belgien gemacht worden sind. Die täglich hohen Umsatzzahlen gerade der New Yorker und der Brüsseler Wertpapierbörse lassen doch vermuten, dass die technischen Fragen als gelöst gelten.

Der Börsenkurs — wie auch die Dividende — würden in Deutsche Mark pro Stück auszudrücken sein [105]. Die Bildung dieses Stückpreises wie auch seine Angabe im Kurszettel dürfte keinerlei sachliche oder technische

[105] Vgl. S. 50.

Schwierigkeiten bereiten. Schon jetzt werden in deutschen Kurszetteln täglich zahlreiche ausländische Aktien mit und ohne Nennwert zum Stückpreis in Deutsche Mark oder ihrer eigenen Währung notiert.

Engelken [106] empfiehlt im Zusammenhang mit der Kursnotierung, eine möglichst einheitliche Stückelung der Aktien vorzunehmen; denn denkbar wäre das Vorhandensein von Aktien mit verschiedenem Anteilsverhältnis, etwa 100 Aktien zu je einem Tausendstel und 9000 Aktien zu je einem Zehntausendstel (oder dementsprechend Aktienurkunden über eine Aktie, zehn Aktien und so fort). Bei einer Kursnotierung wäre dann die kleinste Stückelung zugrunde zu legen, so dass sich der Börsenpreis anders gestückelter Aktien leicht errechnen lässt.

Das besonders im Zusammenhang mit der nennwertlosen Aktie ermöglichte Aktien-Splitting [107] wird bei Anwendung zu bedeutend höheren Aktienstückzahlen zu entsprechend niedrigeren Stückkursen führen. Es ist nun behauptet worden, beim Handel wie bei der Verwaltung dieser erhöhten Anzahl von Aktienurkunden müssten sich sowohl kapazitätsmässig wie auch kostenmässig Nachteile ergeben [108].

Der Börsenhandel wird jedoch schon jetzt in grösstem Umfang über die Kassenvereine (Wertpapiersammelbanken) ohne eine Bewegung der gehandelten Stücke abgewickelt. Zudem hat sich beim ausländischen Käuferpublikum schon seit längerem die Gewohnheit herausgebildet, niedrig notierte Aktien nicht mehr einzeln, sondern in der Regel gleich zu 50 oder 100 Stück (in den Vereinigten Staaten „round lot") zu kaufen [109]. Der Erfahrungssatz, welche Stücklängen im allgemeinen gefragt sind, lässt sich bereits beim Druck neuer Aktienstücke berücksichtigen, indem man nämlich von vornherein Aktienurkunden über 10, 50, 100 oder eine noch grössere Anzahl Anteile druckt. Zu den kostenersparenden Globalurkunden tritt eine ebensolche Globalverwaltung in Form der Girosammel-Verwaltung bei den Kassenvereinen.

Die Annahme, eine Kleinstückelung müsse eine erhebliche Verteuerung des Handels und der Verwaltung mit sich bringen, scheint also nicht begründet. Die Verbuchung nennwertloser Aktien im einzelnen Bankdepot würde nicht mehr nach Nennbeträgen, sondern einfach nach der Stückzahl der Aktien einer Gattung vorzunehmen sein. Provisionen und Gebühren liessen sich weiterhin — wie in aller Welt — in Prozenten vom ausmachenden Betrag berechnen. Wirkliche Schwierigkeiten würden sich bei diesen und anderen Fragen zur Praxis also nicht herausstellen. Eine gewisse Übergangsfrist zur Aufklärung und Gewöhnung wäre natürlich einzuräumen.

106 Vgl. Engelken, Hans Gerhard: Nominalaktie und Quotenaktie, Diss. Frankfurt am Main 1948, S. 64.
107 Vgl. S. 50.
108 Vgl. dazu wie zum Folgenden: Börsen-Zeitung Nr. 168, a. a. O., S. 3.
109 Vgl. Rosenstiel, Frederick H. : a. a. O., S. 5.

Das Erfordernis der relativ geringfügigen technischen Umstellung sollte also der Einführung und Verwendung der als zweckmässig erkannten nennwertlosen Aktie auch nicht im Wege stehen. Den Übergang könnten die praktischen Erfahrungen des Auslandes sehr wohl erleichtern.

5. Die aktienrechtlichen Bestimmungen zur nennwertlosen Aktie

Bedenken gegen die Einführung der nennwertlosen Aktie in das deutsche Aktienrecht sind kaum aus wirtschaftlichen oder praktischen Gründen erhoben worden; die Einwände kamen zumeist von juristischer Seite. Coing und Kronstein [110] haben die Rechtsprobleme nun ausführlich untersucht. Sie stellen im Ergebnis fest, dass nahezu alle juristischen Bedenken unbegründet sind, dass sich die nennwertlose Aktie also sehr wohl auch in das deutsche Aktienrecht einfügen lässt. Begriffsmässig steht der Aktie ohne Nennwert in Deutschland sowieso nichts entgegen. Wenn ihre Einführung neben der Abänderung einiger Vorschriften eine gewisse Revision des Aktienrechts erfordert, so wird sich dieser Aufwand wohl bald wieder auszahlen.

Zur Einführung in Deutschland soll die sogenannte Quotenaktie vorgeschlagen werden, die auch in den vorangegangenen Abschnitten der Nennwertaktie hauptsächlich gegenübergestellt worden ist. Bei dieser nennwertlosen Aktie braucht von dem Prinzip des festen Grundkapitals und der darin begründeten Schutzfunktion für Gläubiger und Aktionäre nicht abgegangen zu werden. Die von ihr gebotenen Vorteile sind — entgegen denen der amerikanischen Form — für europäisches Aktiendenken die Vorteile der nennwertlosen Aktie überhaupt.

Die Einführung der Aktie erfordert keine einschneidenden Änderungen des deutschen Aktienrechtssystems, Coing und Kronstein bezeichnen ihre Einführung als „ohne wesentliche Eingriffe möglich". Es ist ausserdem sicher, dass die dem deutschen Aktienwesen eigene innere Festigkeit und Solidität durch diese nennwertlose Aktie nicht gefährdet wird. Sicherungen welche man bisher durch den Nennwert gegeben sah — wie Mindesteinzahlung, Rückzahlungsverbot, Verbot der Unterpariemission — lassen sich auch bei der Aktie ohne Nennwert aufrechterhalten.

Im folgenden sollen die wichtigsten der aktienrechtlichen Bestimmungen herausgestellt werden, auf deren Grundlage die nennwertlose Aktie in der vorgeschlagenen Form eingeführt werden könnte:

a) Es wird ein im voraus ziffernmässig festzulegendes Grundkapital vorgeschrieben, dessen Nennbetrag weiterhin in der Bilanz zu passivieren ist. Dieses Kapital soll entsprechend den bisherigen Bestimmungen eine

110 Vgl. Coing, Helmut, und Kronstein, Heinrich: Die nennwertlose Aktie als Rechtsproblem, Frankfurt am Main 1959.

sinnvolle Mindesthöhe haben, damit die Rechtsform der Aktiengesellschaft den Unternehmen vorbehalten bleibt, die ihrer wirtschaftlichen Kraft und Bedeutung nach dafür geeignet sind. Ausserdem wäre in einem zu geringen Grundkapital (etwa 5000 oder 10000 DM) kein Garantiefonds für Gläubiger und Aktionäre zu sehen.

b) Die Aktien tragen keinen Nennwert, sondern lauten auf einen Bruchteil des Gesellschaftsvermögens ($^1/_{1000}$ oder $^1/_{10000}$).

c) Der Ausgabepreis bei der ersten Ausgabe nennwertloser Aktie hat seine untere Grenze in dem Betrag, der sich für die einzelne Aktie ergibt, wenn man das Grundkapital durch die Zahl der ausgegebenen Aktien dividiert. Die Unterpariemission bleibt verboten. Der Emissionserlös ist dem Kapitalkonto zuzuführen, ein eventuelles Agio den Reserven gutzuschreiben. Durch diese Vorschrift wird eine (bei amerikanischen no par shares teilweise noch mögliche) Wiederausschüttung von Emissionserlösen an die Aktionäre verhindert; denn Kapitalrückzahlung bleibt untersagt.

d) Stimmrecht und Gewinnverteilung sind nicht mehr an einen Nennwert gebunden.
Das Stimmrecht kann auf die Zahl der nennwertlosen Aktien abgestellt werden, indem etwa jede Aktie eine Stimme gewährt. Bei der Ausschüttung des Gewinns ist die Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien der Verteilungsschlüssel.

Es kann nicht daran gedacht werden, die Nennwertaktie durch die nennwertlose zu verdrängen. Im übrigen sollte den Aktiengesellschaften die freie Wahl der Aktienart überlassen bleiben. Zweckmässig erscheint jedoch, in die neuen aktienrechtlichen Vorschriften eine Bestimmung aufzunehmen, ob eine Gesellschaft sich gleichzeitig beider Aktienarten bedienen darf. Sowohl nach amerikanischem als auch nach belgischem Recht ist es gestattet, Aktien mit und ohne Nennwert nebeneinander auszugeben.

Es erscheint jedoch sehr angebracht, hier dem englischen Vorschlag zu folgen [111]: Um Verwechslungen beim Publikum zu vermeiden, soll sich jede Gesellschaft für die eine oder die andere Aktienart entscheiden. Das braucht eine spätere Umstellung auf die andere Aktienart durch qualifizierten Mehrheitsbeschluss nicht auszuschliessen.

Coing und Kronstein [112] empfehlen, bei der Einführung der nennwertlosen Aktie dem Aktiengesetz einen besonderen Abschnitt über Aktiengesellschaften mit Aktien ohne Nennwert einzufügen. Da das geltende Aktiengesetz an so vielen Stellen auf den Nennbetrag der Aktien Bezug nähme, wäre eine Ab-

111 Vgl. Report of the Committee on Shares of no par Value, London, März 1954 (Gedge-Committee) Vgl. S. 31.
112 Vgl. Coing, Helmut, und Kronstein, Heinrich: a. a. O., S. 115/116.

änderung aller dieser Einzelbestimmungen nicht nur sehr mühsam, sondern sie mache das Gesetz auch schwerfällig und unübersichtlich.

Nach der Abänderung bestimmter aktienrechtlicher Formulierungen und der Aufstellung besonderer Bestimmungen für die Aktie ohne Nennwert könnte sich diese auch in Deutschland zu einem beliebten Finanzierungsmittel und einem gern gewählten Anlagepapier entwickeln. Das erforderliche Vertrauen würden ihr umsichtige gesetzliche Schutzvorschriften erwerben.

6. Ausblick

Es scheint nun an der Zeit, dass auch in Deutschland die massgebenden Wirtschafts- und Finanzkreise, die Wirtschaftsverbände und beteiligten Behörden bei ihren Bemühungen um die Reform und den Ausbau des Aktienrechts die Aktie ohne Nennwert intensiver als bisher in ihre Überlegungen einbeziehen und nachdrücklicher für ihre gesetzliche Zulassung eintreten.

Das Nennwertsystem ist für heutige Verhältnisse — vor allem im Hinblick auf die sich stark ändernden Grundlagen des gesamten Effektenwesens — zu unelastisch. Für die „Wiederbelebung der Aktie als Finanzierungsinstrument" stellt es ein ernstes Hindernis dar. Auf die Popularisierung des Aktienbesitzes dürften sich die mit dem Nennwert einhergehenden „psychologischen Defekte" nachteilig auswirken.

Bei der fortschreitenden Verflechtung der internationalen Kapitalmärkte besteht die Gefahr, wegen einseitiger Beibehaltung und Herausstellung des Nennwertes in eine Aussenseiterrolle gedrängt zu werden.

Die Einführung und Verwendung der Aktie ohne Nennwert in der vorgeschlagenen Form würde dagegen beachtliche Vorteile bieten. Diese Aktie soll die herkömmliche Nennwertaktie nicht etwa ausschliessen, sondern vielmehr den deutschen Kapitalmarkt um einen als richtig, zweckmässig und zeitgemäss anzusehenden Aktientyp bereichern.

Literaturverzeichnis

Arbeitskreis Aktienrechtsreform der Innenminister der Länder: Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, 1959.

Beckmann, L.: Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, München 1949.

Berle, A. A.: Problems of No-Par Stock, 25 Columbia Law Review 43, 1925.

Berle und Means: Corporations; in Encyclopedia of the Social Sciences, New York 1931.

Berliner Bank AG: Der Kapitalmarkt krankt an der Aktie; in Wirtschaftsbericht Nr. 2, 1957.

— Stiefkind Kapitalmarkt; in Die Börse 1957, Berlin 1958.

Board of Trade: Report of the Company Law Amendment Committee 1925—1926, London 1926.

— Report of the Committee on Company Law Amendment, London 1945.

— Report of the Committee on Shares of no par Value, London 1954.

Boesebeck, Ernst: Eine Lanze für die nennwertlose Aktie; in Der Betrieb Nr. 11, 1959.

— Die nennwertlosen Aktien; in Der Betriebs-Berater Nr. 2, 1960.

Bogen, Jules I.: Financial Handbook, New York 1957 (3. Auflage).

Bonneville, Joseph H., Dewey, Lloyd Ellis: Organizing and Financing Business, New York 1952 (3. Auflage).

Bundesjustizministerium: Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Köln 1958.

— Zur Reform des Aktienrechts, Bonn 1958.

Bundesverband der Deutschen Industrie, Bundesverband des privaten Bankgewerbes, Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände, Deutscher Industrie- und Handelstag, Gesamtverband der Versicherungswirtschaft: Gemeinsame Denkschrift zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Köln/Bonn 1959.

Bundesverband des privaten Bankgewerbes (E. V.) Köln: Denkschrift zur Reform des Aktienrechts, Köln 1958.

Claussen, Carsten P.: Verbesserter Kursvergleich bei Quotenaktien? in Der Volkswirt Nr. 38, 1960.

Coing, Helmut, und Kronstein, Heinrich: Die nennwertlose Aktie als Rechtsproblem; Band 11 der Schriften des Instituts für ausländisches und internationales Wirtschaftsrecht, Frankfurt am Main 1959.

Commerzbank AG: Rund um die Börse 1961, 1961.

Conyngton, Hugh R.: Financing an Enterprise, New York 1923 (5. Auflage).

Conyngton, Thomas, Bennett, R. J., und Pinkerton, Paul W.: Corporation Procedure, New York 1922.

Cook, William W.: A Treatise on the Law of Corporations having a Capital Stock, New York 1923 (8. Auflage).

Dauten, Carl A.: Business Finance, New York 1948.

Deutscher Industrie- und Handelstag: Zur Reform des Aktienrechts, Bonn 1954.

— Ergebnisse der bisherigen Beratungen zur Reform des Aktienrechts, Bonn 1958.

Deutscher Juristentag: Verhandlungen des 33. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig 1925.

— Verhandlungen des 34. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig 1926.

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V., Der Vorstand: Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Düsseldorf 1959.

Dewing, A. S.: The Financial Policy of Corporations, New York 1953 (5. Auflage).

Dice, Charles Amos, Eiteman, Wilford J.: The Stock Market, New York 1952 (3. Auflage).

Doris, Lillian: Business Finance Handbook, New York 1953.

Engelken, Hans Gerhard: Nominalaktie und Quotenaktie, Diss. Frankfurt am Main 1948.

Fehlmann, Kurt: Die Aktie im anglo-amerikanischen und kontinentalen Recht in rechtsvergleichender Darstellung, Diss. iur. Bern 1950.

Flechtheim, Julius: Vom Aktienwesen in den Vereinigten Staaten — Reiseeindrücke; in Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht Nr. 3, 1929.

Geiler Karl: Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen und die Reform des Aktienrechts, Berlin 1927.

Gerstenberg, Charles W.: Financial Organization and Management of Business, New York 1951 (3. Auflage).

Grussendorf, Werner: Bringt die nennwertlose Aktie Vorteile? in Der Volkswirt Nr. 24, 1958.

— Wäre die Stückaktie ein Fortschritt? in Industriekurier Nr. 78 vom 21. Mai 1959.

Guthmann, Harry G., und Dougall, Herbert E.: Corporate Financial Policy, New York 1955 (3. Auflage).

Hallstein, Walter: Die Aktienrechte der Gegenwart, Berlin 1931.

Hoagland, Henry E.: Corporation Finance, New York und London 1947 (3. Auflage).

Hueck, A.: Gesellschaftsrecht, München und Berlin (3. Auflage).

Hundhausen, Carl: Nennwertlose Aktien in der amerikanischen Effektenfinanzierung; in Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1931.

Husband, William H., und Dockeray, James C.: Modern Corporation Finance, Chicago 1952 (3. Auflage).

Kalisch, Hans: Das amerikanische Aktienrecht als Vorbild für deutsches Recht? in Juristische Wochenschrift 56, 1927.

Kalveram, Wilhelm: Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England; in Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1925.

Kropff: Die kleine Aktienrechtsreform und die damit verbundenen steuerlichen Massnahmen; in Das Wertpapier Nr. 4, 1960.

Lansburgh, Alfred: Von der Aktie; in Die Bank, 1930.

Lehmann, Julius: Gutachten über die Frage: Soll bei einer zukünftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden? in Verhandlungen des 34. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig 1926.

Lincoln, Edmond Earle: Applied Business Finance, New York 1923 (2. Auflage).

Matthiensen, Ernst: Die Vorteile der nennwertlosen Aktie; in Das Wertpapier Nr. 10, 1960.

McKinsey, James O., Meech, Stuart P: Controlling the Finances of a Business, New York 1923.

Mertens, Karl-Heinz: Gegenstand und Zielsetzung einer Reform des Aktienrechts, Diss. Köln 1959.

Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, New York 1925.

Popp, Paul: Die Aktie ohne Nennwert, iur. Diss. Bern 1932.

Reed, Harold L.: Principles of Corporation Finance, Cambridge/Massachusetts 1925.

Rix, M. S.: Stock Market Economics, London 1954.

Rosenstiel, Frederick H.: Die nennwertlosen Aktien in Amerika; in Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 84 vom 11. April 1959.

Rudin, Max: Die nennwertlose Aktie; in Wirtschaftspolitische Mitteilungen (Mitteilungen der Gesellschaft zur Förderung der schweizerischen Wirtschaft) Nr. 2, 1960; ferner in Währungspolitische Aufsätze und Dokumente Nr. 163, 1959 (Vereinigung für gesunde Währung).

Salis v., R.: Das autorisierte Kapital, Zürich und Berlin 1937.

Schachian, Herbert: Die Quotenaktie — ihre Bedeutung in den Vereinigten Staaten; in Berliner Börsen-Courier vom 30. August 1928.

Schmey, Fritz Ernst: Aktie und Aktionär im Recht der Vereinigten Staaten mit besonderer Berücksichtigung der Trustbildung, Marburg 1930.

— Aktuelle Probleme des amerikanischen Aktienrechts; in Zeitung für Handelsrecht Nr. 96, 1931.

Schneider, Heinrich: Die Aktie nach englischem, amerikanischem und französischem Recht. Zugleich ein Beitrag zur Reform des deutschen Aktienrechts, Marburg 1930.

Schreiber, Heinrich, und v. Hofmannsthal, Emil: Das Aktiennominale, Wien 1917.

Schupp, Roland: Von der Nennwertaktie zur Quotenaktie; in Die Aktiengesellschaft Nr. 4, 1958.

— Wider das Zerrbild der Prozentkurse am Aktienmarkt; in Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1958.

Scott, W. R.: Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint Stock Companies to 1720, London 1910—1912.

Siebel, Ulf: Für und wieder die Quotenaktie; in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Nr. 3, 1954.

— England diskutiert die Quotenaktie; in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Nr. 17, 1954.

— Die Quotenaktie — Pro und Contra; in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Nr. 10, 1959.

Siegel, Alexander B.: Aktien ohne Nennwert; in Bank-Archiv 26, 1927, mit einer Entgegnung von Solmssen.

Solmssen, Georg: Probleme des Aktienrechts unter besonderer Berücksichtigung der Entwicklung in den Vereinigten Staaten von Amerika; in Bankarchiv 26, 1926/1927; das gleiche als Broschüre, Berlin und Leipzig 1926 (1. Auflage), und als Buch, Berlin und Leipzig 1928 (2. Auflage).

Stiefel, Ernst C., und Siebel, Ulf: Das amerikanische Aktienrecht ist kein Vorbild; in Industriekurier Nr. 29 vom 24. Februar 1959.

Sullivan, John J.: American Corporations, New York und London 1923 (2. Auflage).

Theisinger, Karl: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmen, Stuttgart 1928.

Trumpler, Hans: Die Aktiengesellschaft nach dem Gesellschafts-, Bilanz- und Steuerrecht der Vereinigten Staaten von Amerika, Basel 1942.

Uebbing, Helmut: Die Nennwertaktie ist ein gefährliches Übel; in Deutsche Zeitung Nr. 49 vom 27./28. Februar 1960.

Ungerer, Martin: Herunter von den Prozentkursen! in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Nr. 24, 1959.

Waller, Peter: Nominalkapitalien und Dividenden; in Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 23 vom 27. Januar 1961.

Weinstein, Bernd P.: Nennwertlose Aktien; in Das Wertpapier Nr. 2, 1961.

White, F.: Corporations, New York 1923 (9. Auflage).

Wildman, John R., und Powell, Weldon: Capital Stock without par Value, Chicago und New York 1928.

Winterberg, Bruno: Die Strukturwandlungen des Aktienrechts, Diss. Köln 1930.

Wolf, Harry: Aktie mit und Aktie ohne Nennwert, Diss. München 1956.

Zickert, Hermann: Stammaktien ohne Nennwert; in Spiegel der Wirtschaft Nr. 12, 1948.

Zeitschriften und Zeitungen

Bankarchiv: Nr. 26, XXV. Jhg., 1926/1927; Nr. 12, XXVI. Jhg., 1927.

Berliner Börsen-Courier: Vom 30. August 1928.

Börsen-Zeitung: Nr. 167 vom 1. 9. 1960; Nr. 168 vom 2. 9. 1960; Nr. 170 vom 6. 9. 1960; Nr. 172 vom 8. 9. 1960.

Das Wertpapier: Nr. 1, 1959; Nr. 4, 1960; Nr. 10, 1960; Nr. 2, 1961.

Der Bankkaufmann: Nr. 8 vom 20. 8. 1955; Nr. 8 vom 20. 8. 1958.

Der Betrieb: Nr. 11, 1959.

Der Betriebs-Berater: Nr. 2, 1960.

Der Volkswirt: Nr. 27, 1957; Nr. 24, 1958; Nr. 24, 1960; Nr. 38, 1960.

Deutsche Zeitung, Köln: Nr. 49 vom 27./28. 2. 1960.

Die Aktiengesellschaft: Nr. 4, 1958.

Die Bank: 1930 und 1935.

Financial News: Vom 19. Januar 1944.

Finanz und Wirtschaft, Zürich: Nr. 23 vom 18. 3. 1960.

Frankfurter Allgemeine Zeitung: Nr. 84 vom 11. 4. 1959; Nr. 23 vom 27. 1. 1961; Nr. 230 vom 4. 10. 1961; Nr. 289 vom 13. 12. 1961.

Frankfurter Zeitung: Vom 25. November 1928; Nr. 43 vom 17. 1. 1929.

Handelsblatt: Nr. 169 vom 2./3. 9. 1960.

Industriekurier: Nr. 29 vom 24. 2. 1959; Nr. 78 vom 21. 5. 1959; Nr. 140 vom 13. 9. 1960; Nr. 158 vom 12. 10. 1961; Nr. 193 vom 14. 12. 1961.

Juristische Wochenschrift: Nr. 56, 1927.

National-Zeitung Basel: Nr. 188 vom 26. 4. 1959.

Neue Zürcher Zeitung: Nr. 1922 vom 4. 12. 1922; Nr. 216 vom 7. 2. 1944; Nr. 1256 vom 21. 5. 1954.

Schweizerische Finanz-Zeitung, Basel: Nr. 29 vom 15. 7. 1954.

Spiegel der Wirtschaft, Vaduz: Nr. 12, 1948; Nr. 6, 1956.

St. Galler Tagblatt: Nr. 610 vom 29. 12. 1952.

The Economist: Vom 24. September 1960.

Währungspolitische Aufsätze und Dokumente, Zürich: Nr. 163, 1959.

Wirtschaftspolitische Mitteilungen, Zürich: Nr. 2, 1960.

Zeitschrift für ausländisches und internationaes Privatrecht: Nr. 3, 1929.

Zeitschrift für Betriebswirtschaft: Jahrgänge 1925, 1931 und 1958.

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen: Nr. 3, 1954; Nr. 6, 1954; Nr. 17, 1954; Nr. 6, 1955; Nr. 9, 1955; Nr. 12, 1957; Nr. 10, 1958; Nr. 21, 1958; Nr. 10, 1959; Nr. 24, 1959; Nr. 10, 1960.

Lebenslauf

Am 6. Oktober 1933 wurde ich in Hannover als erster von drei Söhnen des Gerichtsassessors a. D. Dr. iur. Franz Merten und seiner Ehefrau Dorothea geb. Stiller geboren.

Zu Ostern 1940 trat ich als Lernanfänger in die Bürgerschule in Hannover-Kirchrode ein und absolvierte die ersten vier Klassen. Dann fiel infolge Kriegseinwirkung für fast zwei Jahre der Schulunterricht aus.

1946 erfolgte die Umschulung auf das Kaiser Wilhelms Gymnasium (humanistisches Gymnasium) in Hannover. Dort habe ich nach neun Schuljahren zu Ostern 1955 die Reifeprüfung bestanden.

Es folgte eine kaufmännische Lehrzeit bei der Körting Aktiengesellschaft (Maschinen- und Apparatebau) in Hannover-Linden mit der Kaufmannsgehilfenprüfung vor der Industrie- und Handelskammer zu Hannover als Abschluss.

Mit dem Wintersemester 1956 nahm ich an der Technischen Hochschule Hannover das betriebswirtschaftliche Studium auf und setzte es seit dem Sommersemester 1957 an der Universität zu Köln fort; hier bestand ich Ende 1960 die Diplomprüfung für Kaufleute (Diplom-Kaufmann).

Nach weiterem Studium habe ich vor der Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel am 11. Mai 1962 das Doktorexamen rer. pol. abgelegt.

In meiner Studienzeit habe ich an den Vorlesungen, Übungen und Seminaren der nachstehend genannten Dozenten teilgenommen:

Technische Hochschule Hannover: Hennig, Irmler und Volkmann (Betriebswirtschaftslehre); Kienzle und Pfannmüller (Technische Vorlesungen). Universität zu Köln: Baldus, Beste, Gutenberg, Münstermann, Rittershausen und Seyffert (Allgemeine Betriebswirtschaftslehre); Andreae, Bauer, Bente, Berkenkopf, W. Kraus, Mann, Rose, Schmölders, Seidenfus und Wessels (Allgemeine Volkswirtschaftslehre); Beste Hundertmark, Jacob, von Kortzfleisch und Ries (Betriebswirtschaftslehre der Industrie); Hahn und Rittershausen (Betriebswirtschaftslehre der Banken); Breuer und Ricken (Statistik); Jahrreiß, Lehmann, Roehrbein und Süß (Recht); Aprath und Schlüter (Steuern); König und von Wiese (Soziologie). Universität Basel: Bombach und Salin (Theoretische und Praktische Volkswirtschaftslehre); Guth (Statistik); Spiro (Bürgerliches Recht und Handelsrecht); Imboden (Allgemeines Staats- und Verwaltungsrecht).

Seit dem 1. Juli 1962 bin ich bei der Gutehoffnungshütte Aktienverein in Oberhausen (Rheinland) als kaufmännischer Angestellter tätig.